DAS

DIFFERENZGESCHÄFT

IM RAHMEN DER

BÖRSENTERMINGESCHÄFTE

INAUGURALDISSERTATION

ZUR

ERLANGUNG DER WÜRDE
EINES DOCTOR IURIS UTRIUSQUE
DER
HOHEN JURISTISCHEN FAKULTÄT
DER UNIVERSITÄT BERN

VORGELEGT VON

WERNER THEOBALD MÜLLER
VON
RORSCHACH, WEESEN UND WOLLERAU

BUCHDRUCKEREI W. BLOCH
ARLESHEIM 1941

Die Fakultät hat diese Arbeit am 31. IX. 1940 auf Antrag von Prof. Dr. Hans Fehr als Dissertation angenommen, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Auffassungen Stellung nehmen zu wollen.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Diese Arbeit erscheint im Verlag: W. Bloch, Arlesheim

INHALTSVERZEICHNIS

Seite

Einleitung 11

I. ABSCHNITT: DIE FORMEN DER BÖRSENGESCHÄFTE

§ 1. Allgemeines und Grundbegriffe 13

§ 2. Das Kassageschäft 16

§ 3. Das Börsentermingeschäft 18

§ 4. Besondere Formen der Termingeschäfte 24

§ 5. Das Börsentermingeschäft in Wertpapieren an den schweizerischen Effektenbörsen 28

II. ABSCHNITT: DIE ABWICKLUNG DER BÖRSENTERMINGESCHÄFTE

§ 6. Die börsentechnische Seite der Börseninnengeschäfte . . 36

I. Allgemeines 36

II. Die Liquidation der Börsentermingeschäfte an der Wertpapierbörse 37

III. Die Liquidation der Börsentermingeschäfte an der Warenbörse 42

§ 7. Die rechtliche Natur der Abwicklungsvorgänge . . . 45

I. Ticketsystem und Institut der Andienung . . . 46

II. Das Skontrierungsverfahren 47

III. Die Warenliquidationskassen 49

IV. Zusammenfassung 50

§ 8. Die Börsenaussengeschäfte 51

I. Rechtsgrundsätze für den Effektenterminhandel zwischen Bank und Kunden 51

II. Der ausserbörsliche Warenterminhandel 58

Anhang

§ 9. Das Reportgeschäft 61

3. ABSCHNITT: DIE WIRTSCHAFTLICHE SEITE DES BÖRSENTERMINGESCHÄFTES

Seite

Vormerkung 64

§ 10. Die Verschiedenheit der wirtschaftlichen Funktionen des Börsentermingeschäftes in Waren und des Börsentermingeschäftes in Wertpapieren 65

§ 11. Die Hauptfunktionen des Börsentermingeschäftes in Wertpapieren 66

I. Die Kapitalanlage 66

II. Die Kurssicherung 67

III. Die Arbitrage 68

IV. Die Spekulation 68

§ 12. Die Hauptfunktionen des Börsentermingeschäftes in Waren 75

I. Die Warenbeschaffung 75

II. Die Kurssicherung 77

III. Die Warenterminspekulation 80

IV. ABSCHNITT: DIE BUNDESGERICHTLICHE PRAXIS ÜBER DAS DIFFERENZGESCHÄFT

§ 13. Die geschichtliche Entwicklung 85

§ 14. Die Rechtsprechung des Bundesgerichtes 88

I. Die Auslegung des Art. 513 OR 88

II. Die Rechtsprechung 89

Schlussbetrachtung 94

Literaturverzeichnis

AMMENHÄUSER, Erich — Der Effektenterminverkehr an den deutschen Börsen. Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen, II. Serie, Heft 39, 1928.

ALEXANDER, Rudolf — Der Differenzeinwand im Warenterminhandel, ZHR 97 398.

— Der Spieleinwand im Wertpapierhandel, ZHR 98 321.

BACHMANN, Heinrich — Die Effektenspekulation unter besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquête, Diss. Zürich 1898.

BECKER, H. — Obligationenrecht (Bd.VI des Kommentars zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, herausg. von Gmür), 1934.

BERICHT der Zürcher Handelskammer über das Jahr 1939, 1940.

BLUMER, Heinrich — Der Selbsteintritt des Effektenkommissionärs nach deutschem, schweizerischem und französischem Rechte. Diss. Bern 1927.

BRÄNDL, Franz — Art. «Börse und Börsengeschäfte», in: Rechtsvergleichendes Handwörterbuch für das Zivil- und Handelsrecht des In- und Auslandes, Bd. II (1929) 564.

BÜCHI, J. Alfred — Schweizerische Wertpapierbörsen, 1930.

CHAMBRE de commerce internationale, Brochure No. 81: Les marchés à terme, leur but, leur fonctionnement et leur régime juridique, Paris 1931 (deutsche Ausgabe vergriffen).

COHN, Georg — Das Differenzgeschäft im schweizerischen Recht, B-A, 1. Jahrg. (1902).

COSACK, Konrad — Lehrbuch des Handelsrechts, 7. Aufl., 1910.

COPPETTI, Emilio — Die internationalen Warenbörsen, Diss. Zürich 1929.

CURTI, Arthur — Schweizerisches Handelsrecht, 2. Aufl., 1909.

DÜRINGER - HACHENBURG, Das Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897, 2. Aufl., Bd. III (1913).

EHRENBERG, Richard — Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, 1883.

ELSTER — Art. «Spiel» im Hb RW 5 569ff.

FEHR, Hans — Recht und Wirklichkeit, 1928.
— Das dynamische Element im künftigen schweizerischen Handelsrecht, in der Festgabe für Carl Wieland, 1934 (zit.: Fehr).

FICK, F. — Das Schweizerische Obligationenrecht, Bd. I (1915).

FISCH, Hermann — Verträge mit Spielcharakter nach schweizerischem Obligationenrecht, Diss. Bern 1928.

GESETZ und Reglemente betreffend die Basler Effektenbörse, 1921.

v. GIERKE, Julius — Handels- und Schiffahrtsrecht. 4. Aufl., 1933.
— Art. «Giroverkehr» im Hb RW 2 956.

GÖPPERT, Heinrich — Ueber das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, 1914 (zit.: Göppert).
— Zur Begriffsbestimmung des Börsentermingeschäfts, B-A 12 271ff.
— Art. «Börsenrecht» im HbStW 4 999.
— Das Recht der Börsen. Ein Beitrag zum Verwaltungsrecht, 1932.
— Nochmals Warenterminhandel und Differenzeinwand, ZHR 99 200.

GOLDSCHMID, Ernst — Art. «Börsengeschäfte» im HbRW 1 784.

v. GRAFFENRIED, Wilhelm — Die Einrede des Spiels bei Differenzgeschäften, ZbJV 30 347. Sep. A. 1894.

GRÜNHUT, C. — Die Börsengeschäfte, in: Endemanns Handbuch des Handelsrechts, III (1885) 11ff.

GUTACHTEN — Zur Frage der Börsenreform. Drei Gutachten erstattet von E. Odier, Simon Kaiser und Julius Wolf an das Eidgenössische Justiz- und Polizeidepartement. Mit einem Anhang enthaltend Verhandlungen der Gemeinnützigen Gesellschaft im Jahre 1892 betreffend Massnahmen zur Bekämpfung des Börsenschwindels, 1895.

HABERSTICH, Handbuch des schweizerischen Obligationenrechts, 2. Aufl., Bd. I (1884).

HANDBUCH der Zürcher Effektenbörse, 1936.

HEINZMANN, Hans — Das Baumwolltermingeschäft, Diss. Zürich 1907.

HENGGELER, Josef — Beiträge zur Lehre vom Börsenstrafrecht (Abschlußverbote, Verleitung und Ausbeutung), Diss. Zürich 1909

HESS, Eugen — Die Abrechnungsstellen in rechtlicher Beziehung, Diss. Zürich 1913.

HUBER, Emil — Die Klagbarkeit der Börsentermin- und Differenzgeschäfte, Diss. Zürich 1904.

JEANNERET, Jean-Félix — Le jeu, le pari, et les marchés de bourse, Diss. Bern 1892.

KOMMENTAR zum Börsengesetz. Auf Veranlassung des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes bearbeitet von Rehm, Trumpler u. a., 1909.

KOUTAISSOFF, Paul — Le jeu de bourse. Etude de droit civil comparé. Thèse Lausanne 1931.

KURZ, Hermann — Die Schweizer Effektenbörsen, ihre Organisation, ihre Geschäfte und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung, 1931.

MAAG, Albert — Die Entwicklung und Organisation der schweizerischen Effektenbörsen, Diss. Bern 1915.

MATTER, Ernst — Die Regelung von Spiel und Wette im schweizerischen Obligationenrecht und ihre praktische Auswirkung in Vergleichung mit dem deutschen und französischen Recht. Diss. Basel 1935 (Maschinengeschrieben).

v. MORLOT, Alfred — Die Effekten-Reportierung mit besonderer Berücksichtigung des schweizerischen Obligationenrechtes, Diss. Bern 1915.

MOTSCHMANN, Richard — Die rechtliche Organisation der Zürcher Effektenbörse, Diss. Zürich 1938.

MÜLLER-ERZBACH, Rudolf — Deutsches Handelsrecht, 2. und 3. Aufl., 1928.

MUNZINGER, Walther — Motive zum Entwurfe eines schweizerischen Handelsrechts, 1865.

NUSSBAUM, Arthur — Kommentar zum Börsengesetz für das deutsche Reich, 1910.
— Der Spieleinwand beim Kassageschäft, B-A 11 295.
— Besprechung der Abhandlung von Heinrich Göppert über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, ZHR 75 556.
— Börsengeschäfte, in Ehrenbergs Handbuch des Handelsrechts, Bd. IV, 2. Abt., 524ff (1918).
— Bank- und Börsenrecht. Eine Sammlung von Gesetzen und Geschäftsbedingungen, 1927.

OBST, Georg — Geld-, Bank- und Börsenwesen, Bd. I (1929).

OSER, Hugo — Das Obligationenrecht, Art. 1-529 (Bd. V des Kommentars zum schweizerischen Zivilgesetzbuch), 2. Aufl., 1915.
— Art. «Lieferungs- und Differenzgeschäfte» in Reichesbergs Handwörterbuch der schweizerischen Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, Bd. II (1905) 927.

OTT, Max — Devisengeschäfte nach schweizerischem Recht, Diss. Bern 1924.

PRION, Willy — Art. «Börsenwesen» in Konrads Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl., Bd. II (1924) 1035.
— Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, insbesondere auf dem Industrieaktienmarkt der Berliner Börse, 1910.

PROTOKOLLE der grossen Expertenkommission zur Beratung des Obligationenrechtes und Tagung in Bern vom Mai 1908 bis März 1909 (Maschinengeschrieben).

RIEDERER, Franz — Organisation und Geschäfte der Produktenbörsen und ihr Einfluss auf den Getreidepreis, Diss. Königsberg i. Pr. 1930.

RITT, Peter Paul — Das Differenzgeschäft nach § 764 BGB, insbesondere sein Verhältnis zum Börsentermingeschäft nach der Börsengesetznovelle vom 8. Mai 1908, Diss. Erlangen 1913.

ROSSEL, Virgile — Verhandlungen des schweizerischen Juristenvereins zu Frauenfeld 1893: L'exception de jeu dans les marchés différentiels, ZschwR 34 (N. F.) 12 497.

SALOMONIS, Hildegard — Das Differenzgeschäft im Wertpapier-Terminhandel nach schweizerischem und deutschem Recht, Diss. Zürich 1935.

v. SCHANZ, G. — Art. «Börsenwesen» im Wörterbuch der Volkswirtschaft, 4. Aufl., I (1931) 445.

SPERL, Friedrich — Art. «Die Börse. Der Umbruch 1933—1936» im Hb RW 8 (Erg.-Bd. 2) 125.

STEINER, Ernst Emil — Börsenschiedsgerichtsbarkeit, Diss. Zürich 1926.

STENOGRAPHISCHES Bulletin der schweizerischen Bundesversammlung.

TEMME, Richard — Verhandlungen des schweizerischen Juristenvereins 1893: Die Einrede des Spiels bei Differenzgeschäften, ZschwR 34 (N. F.) 12 673.

THOMANN Hermann E. — Die Baumwollspekulation und ihre Bekämpfung (Wirtschaftliche Publikationen der Zürcher Handelskammer, Heft 2) 1905.

TIEFENTHAL, Paul — Der Begriff und die privatrechtliche Regelung der Börsentermingeschäfte nach dem Börsengesetz vom 8. Mai 1908, Diss. Greifswald 1914.

TRUMPLER — Die Differenzgeschäfte nach bürgerlichem Gesetzbuch und nach dem Börsengesetz, ZHR 50 388.

Abkürzungen

B-A	= Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen
Bas.	= Basler
Bas. Nachr.	= Basler Nachrichten
BBG	= Basler Börsengesetz
BGE	= Entscheidungen des Bundesgerichts
BörsG	= Deutsches Börsengesetz
BTG	= Börsentermingeschäft
CCI	= Chambre de Commerce internationale
GBG	= Genfer Börsengesetz
HbBetrW	= Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
HbRW	= Handwörterbuch der Rechtswissenschaft
HbStW	= Handwörterbuch der Staatswissenschaften
HK	= Handelskammer
Kom.	= Kommentar
Nat. Zt.	= National-Zeitung, Basel
NZZ	= Neue Zürcher Zeitung
Regl.	= Reglement
Us.	= Usanzen
ZBG	= Zürcher Börsengesetz
ZbJV	= Zeitschrift des bernischen Juristenvereins
ZHR	= Zeitschrift für das gesamte Handels- und Konkursrecht
ZschwR	= Zeitschrift für schweizerisches Recht
Zür.	= Zürcher

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547621_0053

EINLEITUNG

Das Differenzgeschäft tritt wirtschaftlich in der Form des Börsentermingeschäftes auf. Die moderne Geschäftstechnik, vor allem im Börsenhandel, lässt den Zufall, das Kennzeichen des Spieles, an Bedeutung gewinnen. Besonders das Börsentermingeschäft, wo weder sofort geliefert noch gezahlt wird, wo man verkaufen kann, was man noch nicht besitzt und kaufen kann, wofür kein Geld zum Bezahlen verfügbar ist, war von jeher ein fruchtbarer Boden für die reine Preisspekulation. Wegen seiner scheinbaren Verwandtschaft mit dem Spiel wurden dem Börsentermingeschäft in allen Ländern von der Gesetzgebung und Rechtsprechung ernste Hindernisse in den Weg gelegt. Die meisten Staaten haben Spezialgesetze über das Börsenwesen erlassen, um insbesondere die mit dem Börsentermingeschäft zusammenhängenden Fragen des Börsenspiels zu regeln.

Die Schweiz hat sich damit begnügt, diese Fragen im Obligationenrecht, in einem einzigen Artikel, ganz allgemein zu regeln: Ansprüchen aus Termingeschäften über Waren oder Börsenpapiere, die in Wirklichkeit Differenzgeschäfte sind, wird die Klagbarkeit versagt (Art. 513, II OR). Es blieb der Rechtsprechung völlig überlassen, die Frage zu beantworten, wann ein Differenzgeschäft vorliegt. Ausschlaggebend wurde die wirtschaftliche Betrachtungsweise. 1) Das Bundesgericht sieht über die Form des Geschäftes hinweg und legt den wirtschaftlichen Kern der Vorgänge zu Grunde. Es bemüht sich zu ermitteln, ob unwirtschaftliches Börsenspiel oder ernst gemeinte Börsentermingeschäfte beabsichtigt waren. Die Spielabsicht und deren Kenntnis durch den Kommissionär bilden stets den Prozessinhalt. Schon die Tatbestandswürdigung öffnet dem richterlichen Ermessen weiten Spielraum. Vollends für den Ausgang des Rechtsstreites ist die wirtschaftliche und moralische Beurteilung entscheidend.

Die Börsenfachleute haben die Börsenvorschriften nach ausschliesslich praktischen Erwägungen ausgestaltet; die rechtlichen Fragen spielten sozusagen keine Rolle. Die Wissenschaft hat sich erst später mit den entstandenen eigentümlichen Vorschriften der Börse auseinandergesetzt. Auf dem Gebiete des Börsenwesens ist

1) Vgl. BGE 65 II 21 (Aenderung der Rechtsprechung).

der Rechtskundige gezwungen, sich mit wirtschaftlichen und börsentechnischen Fragen vertraut zu machen, denn Recht, Technik und Wirtschaft durchdringen sich hier auf das innigste. 1) Deshalb ist die vorliegende Arbeit juristischen, volkswirtschaftlichen wie gesetzespolitischen Inhalts zugleich.

Für den dogmatischen Teil ist besonders das deutsche Schrifttum über das Börsenwesen herangezogen worden. Es baut sich auf das deutsche Börsengesetz vom 22. Juni 1896 auf, dessen Erlaß ein durch den Börsenkrach im Jahre 1890 hervorgerufener heftiger wirtschaftspolitischer Kampf im Parlament und selbst in der breiten Öffentlichkeit vorausgegangen war. Mit der Novelle vom 8. Mai 1908 wurde die ursprünglich vollständig verfehlte Regelung des Terminhandels wesentlich verbessert. Die Rechtsprechung des schweizerischen Bundesgerichtes über die Differenzgeschäfte 2) stand stark unter dem Einfluss der deutschen Wissenschaft und Praxis. Das zur Zeit geltende deutsche Börsenrecht bietet uns in rechtsvergleichender Hinsicht keine Berührungspunkte. 3)

Der internationale Charakter des Börsenwesens, besonders des Warenterminhandels, führt uns im Laufe der Arbeit öfters auf das ausländische Börsenwesen und Börsenrecht.

1) «Die ergiebigste Fehlerquelle liegt in dem weit verbreiteten Irrtum, ohne hinreichende Kenntnis der wirtschaftlichen und technischen Zusammenhänge die börsenrechtlichen Probleme mit den Mitteln einer formalen Dogmatik bewältigen zu können», Nussbaum in Ehrenberg S. 542.

2) Vgl. BGE 31 II 61.

3) Seit dem Umbruch (1933) wurden in Deutschland die spekulativen Einflüsse an der Wertpapierbörse möglichst ausgeschaltet. Das seit der Bankenkrise (1931) ruhende Börsentermingeschäft wurde im neuen Recht nicht wieder aufgenommen, ebenso die Prämiengeschäfte. Auch das Geschäft an den Warenbörsen ist durch die Devisengesetzgebung und öffentliche Bewirtschaftung wesentlich berührt. Vgl. Sperl, S. 125.

1. ABSCHNITT

DIE FORMEN DER BÖRSENGESCHÄFTE

§ 1. Allgemeines und Grundbegriffe

In der Rechtswissenschaft sind die Begriffe der einzelnen Börsengeschäftsformen sehr umstritten. Die modernen Börsengesetze als ausgesprochene wirtschaftliche Zweckgesetze lassen Legaldefinitionen vermissen. Jede der verschiedenen Geschäftsformen zielt auf einen andern, bestimmten wirtschaftlichen Erfolg ab, und doch ist allen die Eigenschaft gemeinsam, Werkzeuge bzw. Bestandteile des Börsenverkehrs zu sein. Es erscheint unerlässlich, die Ausführungen über das Wesen der Termingeschäfte in den größeren Rahmen der Börsengeschäftsformen überhaupt zu stellen.

Welches sind die wesentlichen rechtlichen Merkmale der Börsengeschäfte? Die Geschäfte müssen über börsengängige Gegenstände abgeschlossen werden. Sie müssen ihren charakteristischen Rechtsinhalt durch die Zugehörigkeit zu dem Verkehr einer Börse durch deren typische Geschäftsbedingungen (Börsenusanzen) erhalten. Das Börsengeschäft kann als ein unter der Herrschaft der Börsenbräuche stehendes Geschäft gekennzeichnet werden. 1)

Die Börsengeschäfte nach den allgemeinen Vertragstypen des Obligationenrechtes zu gruppieren ist wenig ergiebig. Die Grundform ist der Kauf einer beweglichen Sache (Wertpapiere oder andern Gattungswaren) oder eines Rechtes. Die Kaufgeschäfte können von Kommissionären oder Maklern vermittelt sein. Die Kaufverträge lassen sich als Börsenhauptgeschäfte oder Börsengeschäfte im engeren Sinn, die Kommissions- und Maklerverträge als Börsenhilfsgeschäfte bezeichnen. 2)

Wegen der hohen Anforderungen, die die Börsentechnik an Personen- und Sachkenntnis sowie an den Kredit der Beteiligten stellt, bildete sich ein berufsmässiger Börsenhandel aus. Er gelangte durchwegs in allen Ländern zu einem rechtlich anerkannten oder wenigstens tatsächlichen Vermittlungsmonopol. 3) Das Wertpapiere

1) Vgl. Nussbaum, in Ehrenberg, S. 542 ff.

2) v. Gierke, S. 674.

3) In Zürich besitzen die Börsenagenten ein rechtliches Monopol für den Wertpapierhandel an der Börse (ZBG § 8 II), ebenso in Basel die «konzessionierten» Mitglieder der Börsenkammer (BBG § 2, I, Allg. Regl. § 3). In Genf gibt es kein gesetzliches Monopol (GBG Art. 8), doch besitzen die Mitglieder der Société des Agents ein tatsächliches.

kaufende Publikum, der Produzent und auch der Kaufmann müssen sich in Börsengeschäften der Vermittlung der Börsenhändler bedienen.

In Anbetracht dieser Tatsache unterscheidet die Wissenschaft 1) und die Börsengesetzgebung 2): Innen- und Aussengeschäfte der Börse. Die Verschiedenheit der Innen- und Aussengeschäfte liegt teils auf rechtlichem und teils auf geschäftstechnischem Gebiet. Die Innengeschäfte werden zwischen den Börsenbesuchern (Vertretern der Banken, Effektenhändlern, Maklern) im Börsenraum während der Börsenzeit abgeschlossen. An den kleinen Börsen gibt es keine Makler, denn die geringe Anzahl der Börsenbesucher kennen sich alle. 3)

Die Geschäftsabschlüsse zwischen den Börsenbesuchern sind den Bestimmungen der Börsenordnung unterworfen. Der Abschluss eines Geschäftes nach den Usanzen ist für die Innengeschäfte ohne weiteres als dem Parteiwillen entsprechend anzusehen. Von den Usanzen abweichende Vereinbarungen zwischen zwei Kontrahenten können durch die Geschäftsbedingungen gestattet sein 4). Wenn die Börsenordnung die Börsenbesucher verpflichtet, sich an die Usanzen zu halten, 5) dann bedeuten abweichende Vereinbarungen zwischen zwei Kontrahenten einen Verstoss gegen die Börsenordnung, der disziplinarisch geahndet werden kann. Die Geschäfte sind aber trotzdem gültig. Im Interesse der Schnelligkeit erfolgen die Geschäftsabschlüsse an der Börse mündlich. Jeder Börsenbesucher ist verpflichtet den Zuschlag oder die Abnahme von seiten eines ringberechtigten Mitgliedes anzunehmen. An einzelnen Börsenplätzen 6) besteht diese Verpflichtung nur für das Kassageschäft, während für die Termingeschäfte der einzelne Börsenbesucher in der Wahl des Gegenkontrahenten völlig frei ist. Die Börsenusanzen gehen vor allem darauf aus, einfache und leicht übersichtliche Rechtsverhältnisse zu schaffen. Sie sind wie das Wechselrecht stark formalistisch. Vor dem Grundsatz der Rechtssicherheit tritt hier die Rücksicht auf die Billigkeit zurück. Die Börsenusanzen sind nur für die Innengeschäfte zugeschnitten, d. h.: für den Verkehr unter geschäftserfahrenen Kontrahenten, die sich in Bezug auf die abzuschliessenden Geschäfte als Gegner gegenübertreten. Das gegebene Wort gilt unter den Börsenbesuchern als unverletzlich. Über die abgeschlossenen Geschäfte müssen nachträglich schriftliche Er-

1) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 554, Göppert, Hb StW, II, 1023.

2) ZBG § 2 I (. . . Kauf oder Verkauf an der Börse oder ausserhalb derselben (ausserbörslich) . .).
BBG § 27 I (. . .Dabei ist besonders zu bemerken, ob ein Geschäft an der Börse oder ausserhalb derselben abgeschlossen worden ist.).

3) Im Kt. Zürich waren am 31. Dezember 1938 im Besitz der staatlichen Bewilligung: 26 Firmen als Börsenagenten der Zürcher Effektenbörse.

4) Zür. Us. § 1 II.

5) Bas. Allg. Regl. § 11.

6) Zür. BörsO § 10 III.

klärungen ausgetauscht werden. Dazu bedienen sich die Börsenbesucher eines bestimmten Formulars (Schlusszettel). Der Schlussnotenzwang ist regelmässig durch die Usanzen vorgeschrieben. 1) Die Schlussnote ist eine Bestätigung des an der Börse abgeschlossenen Kaufvertrages. Dessen Rechtswirksamkeit hängt aber nicht von der Ausstellung der Schlussnote ab. Die Erfüllung jedes an der Börse abgeschlossenen Geschäftes erfolgt durch die Vertragsparteien aus technischen Gründen erst in Zukunft. Dies beruht auf der Eigenart des Börsenhandels als eines örtlich und zeitlich konzentrierten Massenhandels nicht zur Stelle gebrachter Waren.

Alle den Börsenusanzen unterliegenden Geschäfte, die nicht im Börsenraum und zur Börsenzeit abgeschlossen werden, sind Aussengeschäfte. Die Börsenaussengeschäfte können zwischen den an der Börse vertretenen Banken und Börsenhändlern mit einem Aussenstehenden (auswärtiger Bank- oder Privatkunde) oder überhaupt unter Aussenseitern (auswärtige Banken mit ihren Privatkunden) mit Bezug auf die Börse abgeschlossen werden. Sie vollziehen sich in der Rechtsform des Kommissions- oder Eigenhandels.

Die technischen Einrichtungen und Organisationen der Börse sind nur für die Innengeschäfte der Börse bestimmt. Das Bedürfnis Rechtsstreitigkeiten in einem beschleunigten Verfahren durch sachkundige Männer entscheiden zu lassen, ist im Börsenverkehr besonders gross. Entweder die Börsenordnung oder die Geschäftsbedingungen sehen Bildung und Anrufung von Schiedsgerichten vor. Das Börsenschiedsgericht entscheidet Streitigkeiten, die aus Geschäftsabschlüssen an der Börse entstehen endgültig. 2) Dadurch werden langwierige und kostspielige Prozesse vor den ordentlichen Gerichten vermieden. Hingegen kommen Streitigkeiten über Börsenaussengeschäfte vor die ordentlichen Gerichte. Die Parteien können sich jedoch freiwillig durch Schiedsvertrag einem Schiedsgericht unterwerfen. Es wird nie ein ordentliches Gericht geben, das in Börsenstreitigkeiten so rasch und zugleich so sachverständig urteilt wie ein Börsenschiedsgericht und dessen Verfahren verhältnismäßig so geringe Kosten verursacht. 3)

In der schweizerischen wie in der ausländischen Judikatur finden wir so gut wie ausnahmslos Urteile über die Aussengeschäfte, in der Regel über das Rechtsverhältnis zwischen Kommissionär (Börsenhändler) und Kommittent (Kunden).

Nach der Erfüllungszeit und der börsentechnischen Funktion 4) werden die Börsengeschäfte in zwei Hauptgruppen geteilt: in Kassageschäfte und Termingeschäfte.

---

1) Zür. Us. § 7, ZBG § 14; Bas. Allg. Regl. § 6, III; Genf. Regl. de la Bourse Art. 23, GBG Art. 10.

2) Vgl. Zür. Statuten § 20, Bas. Allg. Regl. § 10, Genf Statuts de la Société des Agents de Change Art. 18.

3) Vgl. Steiner S. 33.

4) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 556.

§ 2. *Das Kassageschäft*

1. An der Wertpapierbörse.

Das Kassageschäft (Komptant-Geschäft, franz. marché au comptant, englisch cash-contract) ist die bekannteste und einfachste Geschäftsform im Verkehr an der Wertpapierbörse. Die Kassageschäfte sind usanzgemäss Bargeschäfte. Sie sind nach den näheren Bestimmungen der Usanzen unverzüglich, oder «in einigen Tagen» zu erfüllen. Mit Rücksicht darauf, dass die Effekten häufig erst von auswärts nach dem Börsenort versendet werden müssen, nachdem der Auftrag schon ausgeführt wurde, ist in den Usanzen der schweizerischen Wertpapierbörsen eine Lieferfrist von einigen Tagen vorgesehen. 1) Der Verkäufer sollte die zu liefernden Titel besitzen, der Käufer die nötigen Geldmittel bereitgestellt haben, weil sich das Geschäft Zug um Zug ausserhalb der Börse und unmittelbar zwischen den Vertragsparteien abwickelt. Die kurze Erfüllungszeit, auch wenn sie nach den meisten Platzusanzen einige Tage beträgt, soll der Lieferung und nicht der Spekulation dienen. 2) Hierin zeigt sich die innere Verschiedenheit des Kassageschäftes vom Börsentermingeschäft.

An einzelnen Börsenplätzen bestehen Einrichtungen (Clearingstellen, Giroeffektendepots) zur Erleichterung der Abwicklung der Kassageschäfte. 3) Die Liquidationseinrichtungen für die Kassageschäfte bilden keinen organischen Bestandteil des Börsenverkehrs, 4)

Zu den Kassageschäften werden auch die Geschäfte «bei Erscheinen lieferbar» gerechnet. Wertpapiere, die «bei Erscheinen lieferbar» verkauft werden, sind usanzgemäss in einigen Tagen,

---

1) Zür. Us. § 20: «Die per komptant abgeschlossenen Geschäfte sind liefer- und zahlbar frühestens an dem dem Abschluss folgenden Werktag (Valutatag) und spätestens am 5. Werktag nach Geschäftsabschluss . . .». Aehnlich lauten die Bas. Us. § 2 (5 Tage) und Genf Regl. Art. 43 (4 Tage). Der Platz Zürich unterschied früher reine Kassageschäfte und Abschlüsse «komptant in einigen Tagen». Bei dem reinen Kassageschäft hatte die Erfüllung unmittelbar zwischen den beiden Parteien, an dem dem Abschluss folgenden Tag zu erfolgen. In der Praxis wurden aber fast alle Geschäfte «komptant in einigen Tagen» abgeschlossen. Vgl. Büchi, S. 149.

2) Die Möglichkeit einer spekulativen Ausnützung dieser Frist soll aber nicht geleugnet werden. Der Spekulant verkauft Wertpapiere, die er noch gar nicht besitzt, in der Erwartung, sie bis zum Ablauf der Lieferfrist zu einem niedrigeren Kurs durch ein Geschäft auf sofortige Lieferung kaufen zu können. Man nennt dies Kassafixen.

3) Der Platz Zürich besitzt eine Komptant-Clearingstelle. An den grossen deutschen Effektenbörsen (Berlin, Frankfurt) bestehen Kassavereine in Verbindung mit Giroeffektendepots. Vgl. Stier-Somlo Hb RW I, 758 ff.

4) Zür. Us. § 20: Die Abwicklung, Lieferung, Zahlung von Komptant-Abschlüssen vollzieht sich bei einer Zentralstelle nach einem Spezialreglement. Direkte Lieferungen sind jedoch den Mitgliedern gestattet. Vgl Spezialregl. § 5.

nachdem die Titel der Ausgabestelle zur Verfügung stehen, zu erfüllen. Diese Form der Kassageschäfte hat ihre frühere Bedeutung eingebüsst, weil heute vor dem Erscheinen der Titel immer mehr Interimsscheine ausgegeben und gehandelt werden.

2. An der Warenbörse.

Im Verkehr an der Warenbörse entspricht das Lokogeschäft (franz. marchés au comptant, engl. spot contracts, cash-bargain) annähernd dem Kassageschäft an der Wertpapierbörse. Der Ausdruck «Lokogeschäft» weist darauf hin, dass es sich um Geschäfte über eine individuelle, an einem bestimmten Ort liegende Ware handelt. Die Lieferung der Ware hat «sofort» zu erfolgen. Je nach dem Lagerungsort der Waren (Loco «ab Bahn», «ab Speicher», «ab Kahn», «frei Eisenbahnwagen» usw.) ist das «sofort» verschieden zu bewerten. Die Technik der Lokogeschäfte weist auf den verschiedenen Börsenplätzen für die einzelnen Waren grosse Unterschiede auf. Massgebend sind die örtlichen Handelsgebräuche. 1) In andern Geschäften (Import- und Exportgeschäften) ist die Lieferzeit noch weiter hinausgeschoben (börsenmässige Zeitgeschäfte im weiteren Sinn). Die Waren werden gewöhnlich nach Mustern oder in bestimmten Durchschnittsqualitäten gehandelt. Den börsenmäßigen Zeitgeschäften an den Produktenbörsen (franz. affaires en disponible, engl. defered delivery contracts) fehlen gewöhnlich der Fixcharakter und die usanzgemässe Gebundenheit in Bezug auf Menge und Beschaffenheit der Ware. 2) Die Loko- und die Import- und Exportgeschäfte werden im Warenhandel Effektivgeschäfte genannt. Im Gegensatz zu den Effektivgeschäften steht das Börsentermingeschäft. Es wird über nicht individuelle, meistens erst später vorhandene Waren abgeschlossen. Im Warenhandel ist allgemein nicht das Loko- und Lieferungsgeschäft, sondern erst das genau reglementierte Termingeschäft das spezifisch börsenmässige. 3)

3. Die wirtschaftlichen Funktionen.

a) Das Kassageschäft im börsenmässigen Effektenhandel dient gewöhnlich zur Kapitalanlage oder zur Kapitalbeschaffung. Es gewährt der Spekulation wenig Raum. Es eignet sich nur zur Spekulation à la hausse. Der Spekulant kauft mit der bestimmten Absicht, später wieder teurer verkaufen zu können. Die Kassaspekulation erfordert bedeutende Kapitalien, die für längere Zeit festgelegt werden müssen je nach dem Abstand zwischen Spekulations- und Gegengeschäft. Wegen der Pflicht, alsbald zu liefern, eignet sich das Kassageschäft nicht zur Spekulation à la baisse. Die in den

1) Die Handelsgebräuche der Handels- Umschlag- und Börsenplätze sind im Hb BetrW Bd. I—V unter dem Namen des Platzes jeweils angegeben.

2) Nussbaum in Ehrenberg, S. 562.

3) Vgl. Brändl, S. 591.

Usanzen vorgesehene Zwangsregulierung bei Verzug eines Kontrahenten verhindert es, daß ein Kontrahent auf Kosten des andern spekulieren kann.

b) Die Effektivgeschäfte im Warengrosshandel helfen unmittelbar die Ware örtlich zu verteilen, sie der Verarbeitung sowie dem Verbrauch zuzuführen. Die Spekulation am Wareneffektivmarkt verlangt ausser bedeutendem Kapital besondere Fachkenntnisse des betreffenden Handelszweiges. Sie ist daher nicht jedermann zugänglich.

§ 3. Das Börsentermingeschäft

1. Die rechtliche Struktur.

Der Ausdruck «Börsentermingeschäft» war ursprünglich nur in der Geschäftssprache an den Warenbörsen üblich, während man an den Wertpapierbörsen von «Zeitgeschäften» oder «Ultimogeschäften» sprach und heute noch überwiegend zu sprechen pflegt. Erst das deutsche Börsengesetz von 1896 hat den einheitlichen abstrakten Rechtsbegriff eines den Waren- und Effektenhandel umspannenden Börsentermingeschäftes geprägt. Vorher hatte man in der rechtlichen Beurteilung dieser Geschäfte entweder nur ihren Charakter als Kaufvertrag mit hinausgeschobener Erfüllungszeit im Auge, oder man fasste sie nach einer andern Richtung hin als spielähnliche Verträge auf. Der Begriff selbst ist von internationaler Geltung. 1) Das Wort «BTG» ist besonders bezeichnend, es bringt das Wesen des Geschäftes sowohl als Börsen- wie als Zeitgeschäft zum Ausdruck.

Zeitgeschäfte sind Kaufverträge, die in einem bestimmten Zeitpunkt nach Vertragsabschluss zu erfüllen sind. Das zeitliche Verhältnis in dem die Warenübergabe zur Preiszahlung steht, ist nicht begriffswesentlich. Zeitgeschäfte kommen überall im Leben vor. Den Vertragsparteien bleibt es überlassen, die einzelnen Geschäftsmodalitäten zu vereinbaren Der Zeitkauf kann Bar-, Kredit- oder Praenumerandokauf sein. Die Parteien können als wesentlichen Vertragsinhalt vereinbaren, dass die Leistung des einen Teiles nur zu einer festbestimmten Zeit oder innerhalb einer fest bestimmten Frist bewirkt werden dürfe. Solche Schuldverhältnisse werden Fixgeschäfte genannt. 2) Häufig kommen die Fixgeschäfte in der Form vor, daß die Leistungen des Verkäufers und des Käufers fix vereinbart sind und beide an demselben Stichtage Zug um Zug

1) Marchés à terme, contratti a termini, futures (contracts for future delivery), time-bargains. Vgl. Brändl, S. 585.

2) Es kann nicht jeder im Vertrag bestimmten Erfüllungszeit Fixcharakter beigelegt werden Die Leistung muss zu einer genau bestimmten Zeit geschuldet werden. Solange die Fristbestimmung noch einen nach den Umständen zu bemessenden Spielraum übrig lässt, kann nicht von Fixgeschäften geredet werden.

zu bewirken sind. Im kaufmännischen Verkehr gilt die Vermutung, dass mit der Vereinbarung eines bestimmten Lieferungstermins ein Fixgeschäft gewollt sei, dass der Verkäufer auf die nachträgliche Leistung verzichte (Art. 190, II OR). Unter kaufmännischem Verkehr (Handelskauf) ist ein Kauf einer Handelsware zum Weiterverkauf zu verstehen. Die Börsengeschäfte sind in der Regel Fixgeschäfte. Weist ein Geschäft die Merkmale eines Börsengeschäftes und eines Zeitgeschäftes auf, so ist es ein börsenmässiges Zeitgeschäft. Das BTG ist eine besondere Form des börsenmässigen Zeitgeschäftes.

Die «BTG» genannten Gattungszeitkäufe sind durch besondere, nur dieser Geschäftsform eigentümliche Geschäftsbedingungen geregelt. Welcher Art müssen diese für die Rechtsnatur des BTG wesentlichen Geschäftsbedingungen sein? Worin besteht ihre Eigenart gegenüber den Bedingungen, die jedem Handelskauf eigentümlich sind?

Die Eigentümlichkeit dieser Geschäftsbedingungen liegt in ihrer Einheitlichkeit für einen großen Kreis von Geschäften, im Gegensatz zu der Individualisierung des Geschäftes durch die vertragsschliessenden Parteien. Das BTG besitzt einen allgemeinen, schablonenhaften Charakter. Die wesentlichen Bestandteile des Vertrages sind ein für alle Mal durch die Geschäftsbedingungen (Usanzen) bestimmt. Diese Gleichförmigkeit der BTG bezieht sich :

a) Auf die Lieferzeit. 1)

Die Zeit muss hinausgeschoben und kalendermässig nach Börsenbrauch bestimmt sein. — Bei Wertpapieren ist die Lieferungszeit der «Medio» (15.) oder «Ultimo» (der letzte Werktag) eines laufenden Monats. Bei Waren beträgt die Lieferzeit meistens einen vollen Monat. — Die Zeit gilt als fix vereinbart.

b) Auf die Lieferungsmenge (Schlusseinheiten).

Die gehandelten Waren oder Effekten können nur in einer bestimmten Menge (Mindestschluss) oder einem Vielfachen davon gehandelt werden.

c) Auf die Beschaffenheit der Ware.

Im Warenterminhandel werden die Waren durch abstrakte Feststellung der Eigenschaften oder durch gewisse Einheitstypen (Standardmuster) bestimmt.

Im Effektenterminhandel sind keine besonderen Bestimmungen notwendig, es gelten die allgemeinen Vorschriften über die Lieferbarkeit der Titel, die auch für den Kassahandel massgebend sind.

Die Erfüllung wird durch ein börsenübliches Abwicklungsverfahren vereinfacht.

Jede der Geschäftsbedingungen begünstigt die Entwicklung eines breiten umsatzfähigen Marktes. Die einzelnen zu dem Börsenterminhandel gehörigen Geschäfte haben durch ihre Gleichförmigkeit alles Eigenwillige abgestreift. Beim Abschluss eines BTG müssen

1) Einzelheiten über die Geschäftsbedingungen werden im Abschnitt über die Entwicklung der BTG zu erwähnen sein.

sich die Vertragsparteien einzig über den Preis verständigen. Das BTG ist eine Geschäftsform höchster Fungibilität, d. h.: alle auf die gleiche Lieferungszeit abgeschlossenen BTG sind bis auf die Preise vollständig austauschbar.

Das BTG soll es den Parteien erleichtern, die Erfüllung der vertragsmässig übernommenen Verpflichtungen auf andere Personen abzuschieben.

Die Partei, die die Erfüllung von sich abschieben will, schliesst nicht ein einziges, sondern zwei rechtlich voneinander unabhängige entsprechende BTG ab, die sich aber in ihrem wirtschaftlichen Erfolg wechselseitig ausgleichen sollen. Jedes der beiden BTG nennen wir im Verhältnis zum andern, Gegengeschäft; 1) das zuerst abgeschlossene, Eröffnungsgeschäft, das darauf folgende, Abwicklungsgeschäft. Wirtschaftlich sind die beiden Geschäfte eine einheitliche spekulative Unternehmung. 2)

Die beiden BTG unterscheiden sich voneinander dadurch:

a) daß die Partei in einem Geschäft Käufer, im anderen Verkäufer ist.

b) dass beide Geschäfte zu verschiedenen Zeiten abgeschlossen werden.

c) daß in beiden Geschäften der Regel nach Gegenpartei und vereinbarter Vertragspreis verschieden sind.

Die Börsentermingeschäfte können entweder fest oder bedingt abgeschlossen werden. Die fest abgeschlossenen müssen gemäss den Geschäftsbedingungen an dem zum voraus festgesetzten Zeitpunkt durch Lieferung oder Abnahme des gehandelten Gegenstandes erfüllt werden. Diese Rechtspflicht kann nicht umgangen werden, man muss ihr selber genügen, oder ihr durch einen andern, an den man weiter verkauft hat oder von dem man gekauft hat, genügen lassen. Die Technik der Abwicklung der BTG werden wir im nachfolgenden Abschnitt ausführlich behandeln. Jede Vertragspartei trägt vom Abschlußtage bis zum Erfüllungstermin ein beträchtliches Kursrisiko (Konjunkturrisiko). Ein weiteres Risiko besteht in der Gefahr, dass der Gegenkontrahent am festgesetzten Zeitpunkt nicht ordnungsmässig erfüllt (Vertragserfüllungsrisiko). Das BTG ist seinem wirtschaftlichen Wesen nach ein doppelseitiges Kreditgeschäft. Die Vertretbarkeit der BTG muss durch die Fungibilität der Teil-

1) Cosack, S. 365.

2) In der Börsensprache wird oft die einzelne spekulative Unternehmung mit dem Ausdruck Engagement bezeichnet. Die einzelne spekulative Unternehmung beginnt mit einem Eröffnungsgeschäft (Spekulationsgeschäft) und wird beendet (aufgelöst, realisiert) durch ein Gegengeschäft. Bisweilen bezeichnet der Sprachgebrauch auch das einzelne Geschäft oder die aus dem Geschäft entspringenden Verbindlichkeiten eines Spekulanten mit dem Ausdruck Engagement; auch werden damit zuweilen sämtliche schwebenden Verbindlichkeiten eines Spekulanten gemeint. Wegen des schwankenden Sprachgebrauchs wird der Ausdruck Engagement in der vorliegenden Arbeit vermieden.
Zur Terminologie des Wortes Engagement vgl. Nussbaum, Kom. S. 386, ferner in Ehrenberg, S. 545.

nehmer am Börsenhandel eine tatsächliche Ergänzung erfahren, d. h. eine Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren des Terminmarktes bildet die Kreditfähigkeit der Teilnehmer. Kommt ein Teilnehmer seinen Verpflichtungen nicht nach, so wird er schadenersatzpflichtig gemäss den Bestimmungen seines Vertrages und der Börsenusanzen (Zwangsregulierung).

2. Zur Begriffsbestimmung.

Im deutschen Börsenrecht steht der Begriff des BTG im Mittelpunkt. Seine herrschende Stellung ist eine Eigentümlichkeit der deutschen Börsengesetzgebung von 1896 und 1908. Als gegen Ende des 19. Jahrhunderts in Deutschland der Kampf gegen die unlautere Spekulation unternommen wurde, glaubte der Gesetzgeber nicht ohne Begriffsbestimmung des BTG auszukommen. Er war sich von vornherein bewusst, dass es ein Wagnis sei, aus den leicht veränderlichen Formen der Rechtsgeschäfte des Wirtschaftslebens eine bestimmte Form herauszugreifen und gerade für sie diejenigen Merkmale zu finden, welche ihr typisch und unveränderlich sind. Im Interesse der Rechtssicherheit wollte der Gesetzgeber der Rechtssprechung keinen Spielraum lassen. 1) Die Umgrenzung des Begriffs wurde so gefasst, dass das vorgefundene BTG im Waren- und besonders im Getreidehandel betroffen wurde. 2) Als Begriffsmerkmale stellte die Legaldefinition (§ 48 des BörsG von 1896) folgende drei Punkte auf:

1. Abschluss auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder Lieferfrist.
2. Abschluss nach Geschäftsbedingungen, die vom Börsenvorstand für den Terminhandel festgesetzt waren.
3. Abschluss zu amtlich festgestellten Preisen.

Nur die in einem Börsenregister 3) eingetragenen Personen waren fähig rechtswirksame BTG abzuschliessen (börsentermingeschäftsfähig). Allein der Beweglichkeit des Handels gelang es, die aus wirtschaftspolitischen Gründen erlassenen schweren Beschränkungen und Verbotsvorschriften teilweise zu umgehen. Formen wurden gefunden, in denen das Zeitgeschäft der Funktion des Börsenterminhandels dienstbar gemacht werden konnte. Die Kontrahenten nahmen das Risiko einer festen Nachfristgewährung (z. B. von zwei Tagen) auf sich. Die nicht fixen Ersatzformen mit Nachfrist steigerten nicht nur das Risiko des Vertragsgegners, sondern auch das sämtlicher

1) Vgl. Tiefenthal, S. 11.

2) Aus wirtschaftlich politischen Gründen wurde das BTG in Getreide und Mehl verboten, ferner der Handel in Aktien von Bergwerken und Fabriken. Vgl. § 50, III. BörsG 1896.

3) In das Börsenregister konnte sich jedermann gegen hohe Gebühr und Veröffentlichung eintragen lassen (Selbstqualifikation). Hievon wurde kaum Gebrauch gemacht, da es als eine Art Spielregister angesehen wurde. Vgl. Nussbaum, Kom. S. XXI.

Vormänner, bezw. Nachmänner, wo es sich um eine Kette von Verpflichtungen handelte. 1) Das Reichsgericht schob die völlig unzureichende Legaldefinition zur Seite und erklärte den Willen des Gesetzgebers als massgebend. 2) Als BTG wurden alle Zeitgeschäfte in Wertpapieren und Waren behandelt, welche unter Beseitigung jeder Individualität nach typischen Bedingungen abgeschlossen wurden (Umgehungsgeschäfte). 3) In der Novelle von 1908 wurde auf eine neue Begriffsbestimmung verzichtet, weil die Erfahrung gezeigt hatte, dass alle Formen des Zeitgeschäftes und selbst das Kassageschäft den Charakter von BTG annehmen können. 4)

Nach Nussbaum 5) ist das BTG ein «Fixgeschäft über Anschaffung von Waren oder Wertpapieren, das unter typischen börsenmässigen Bedingungen, insbesondere typischer börsenmässiger Bestimmung der Lieferzeit, -quantität und -qualität abgeschlossen wird».

In der Literatur ist der Charakter des BTG als Fixgeschäft bestritten. Die herrschende deutsche Lehre 6) erblickte in der Fixnatur ein wesentliches Begriffserfordernis. Sie stützt sich auf folgende Ueberlegungen: Die Gegenstände des Börsen-, insbesondere des Terminhandels unterliegen sehr raschen Preisveränderungen. Die Beschränkung des Risikos und die leichte Abwicklungsmöglichkeit würde durch die Form des Lieferungsgeschäftes mit Nachfristklausel zerstört. Eine «angemessene Nachfrist» widerstreite deshalb der Natur des BTG. Göppert ist der Ansicht, 7) dass die eigenartige Funktion des BTG mit dem Recht einer Partei, Nachfrist zu verlangen, durchaus vereinbar sei, wobei sich aus dem gesamten Wesen des Geschäftes ergebe, dass die dem letzten lieferungspflichtig gebliebenen Verkäufer einer Kette nach der zeitigen Marktlage zustehende Nachfrist auch seinen Vormännern gebühre.

An vielen Auslandsbörsen finden sich Zeitgeschäfte mit Nachfristklausel. Sie können unbedenklich als BTG qualifiziert werden; so die Zeitgeschäfte an der Londoner Stock Exchange. 8) Das in einigen Auslandsrechten gesetzlich anerkannte Escompterecht 9) des Käufers ändert ebenso wenig etwas am Termincharakter des Geschäftes.

Der Fixcharakter eignet sich besonders gut für die rein spekulativen BTG und erleichtert auch bei den übrigen BTG die Abwick-

1) Vgl. Trumpler, ZHR, 50 (NF 35) 393.
2) Vgl. Tiefenthal, S. 14.
3) Vgl. Goldschmid, Hb RW I, 786.
4) Vgl. Goldschmid, a. a. O.
5) Vgl. Nussbaum, Kom. S. 232 f. in der einige Jahre später in Ehrenberg verfassten Arbeit sieht er von einer Definition ab
6) Nussbaum, Reichsgericht (vgl. Brändl, S. 590).
7) Vgl. Hb StW I, 1026.
8) Vgl. Rules 122, VII, 149; zit. bei Brändl, S. 591.
9) Vgl. S. 27 f.

lung ausserordentlich. 1) Fehlt er, so verliert die scharf geschliffene Geschäftsform den erreichten Grad der höchsten Vertretbarkeit. 2) Die straffe Begriffsbestimmung von Nussbaum ist zu eng, zu statisch gedacht. Sie kommt der Proteusnatur des BTG nicht bei. 3) Der Charakter als Fixgeschäft «ist also zwar kein «Essentiale» aber ein «Naturale» der Termingeschäfte». 4)

Göppert 5) ist der Ansicht, dass es keine Begriffsbestimmung des BTG gebe. «Denn es gibt keinen Rechtsbegriff, sondern ein Wesen des Börsentermingeschäfts, ein Wesen, das sich ergibt aus der Funktion, die das Geschäft ausübt oder wenigstens, auszuüben. bestimmt ist.» 6) Nicht rechtliche Einzelheiten des Geschäftsinhaltes, wie Fixcharakter usw., sondern die tatsächliche Funktion solle entscheidend sein. Ich lasse die Begründung Göpperts zum Gesetze folgen: «Das Börsentermingeschäft ist von vorneherein darauf angelegt, die Möglichkeit, durch Abschluss eines Gegengeschäfts für das eingegangene Engagement Deckung zu suchen, in denkbar weitestem Masse zu erleichtern. Der Geschäftsinhalt hat zu diesem Zweck alles Individuelle abgestreift und ist auf typische Bedingungen zurückgeführt. Zwar macht sich auch sonst im Handel das Bestreben bemerkbar, im Interesse der Vereinfachung des Geschäftsverkehrs typische Abschlussbedingungen zu Grunde zu legen. Dem gegenüber erhält das Börsentermingeschäft seine Besonderheit durch die Beziehung zu einem bestehenden Terminmarkt, auf dem jederzeit ein völlig gleiches Geschäft abgeschlossen werden kann und auf dem sich für solche Geschäfte Preise und Usanzen bilden, die die gleichzeitige Abwicklung grosser Mengen von Geschäften im Wege der Ueberweisung und Verrechnung ermöglichen.» 7)

1) Huber, S. 1. Oser, Kom. S. 889 halten den Fixcharakter für das Wesen der BTG nicht unbedingt als erforderlich; a. M. war Oser in Reichesberg Hb II, 929.

2) Das Reichsgericht war der Ansicht, die Gewährung einer Nachfrist berühre den Charakter des Geschäftes als BTG nicht, weil es am Willen der Parteien gelegen habe, ein Ultimogeschäft mit dem wirtschaftlichen Erfolg eines BTG abzuschliessen. Da aber das abgeschlossene Geschäft BTG sei, bleibe es Fixgeschäft, es könne deshalb die gewährte Frist nicht als angemessene Nachfrist gewollt sein, sondern nur als fixe Prolongation.

3) Bei Düringer-Hachenburg V, 1, 2. Abschnitt, Anhang II, Anm. 9 findet sich eine elastischere Definition: «Ein in Verbindung mit der Börse stehender Zeithandel ist dann ein Börsenterminhandel im Sinne des Börsengesetzes, wenn er seiner ganzen Organisation nach sich dergestalt in typenmässigen Formen abspielt, dass er die spezifischen Gefahren des börsenmässigen Terminhandels, gegen die das Gesetz reagieren soll. auszulösen geeignet ist».

4) Vgl. Cosack S. 368.

5) Vgl. Göppert, S. 46. Ablehnend hiezu Nussbaum ZHR 75, 558, in Ehrenberg, S. 558.

6) Vgl. Göppert, a. a. O.

7) Vgl. Göppert, a. a. O.

Das BTG ist seinem Wesen nach eine «börsenmässig konzentrierte Massenerscheinung». Ein Börsenaussengeschäft kann ein BTG sein. Voraussetzung ist nur, dass das Aussengeschäft zu dem ganzen Komplex von Geschäften gehört, dessen Kern der Terminhandel an der Börse selbst bildet. 1) BTG kann niemals ein vereinzeltes Geschäft sein, auch wenn es seinem Inhalte nach völlig dem BTG gleicht. In seinem Charakter als Massenerscheinung liegt die Gefährlichkeit des Geschäftes. «Alle Merkmale — Generalisierung des Geschäftsinhaltes, Skontration usw. — sind Merkmale der Massenerscheinung. 2) Es ist eine unlösbare Aufgabe, die Einzelerscheinung so zu definieren, dass in der Definition die Merkmale der Massenerscheinung als solche Aufnahme finden. 3) Hier sind dynamische Begriffe notwendig. Nur sie erlauben der Rechtssprechung den wechselnden Formen des Handels frei zu folgen und dem Zweck des Gesetzes Nachachtung zu schaffen.

«Die Wirtschaft ist allzu dynamisch. das Recht allzu statisch geformt» (Töndury) 4)

§ 4. Besondere Formen der Termingeschäfte

Prämien-, Stellage-, Noch- und Wandelgeschäfte sind besondere Formen des Terminhandels. Sie unterscheiden sich von dem festen BTG dadurch, dass sich einer der beiden Kontrahenten gegen eine gewisse Vergütung (Prämie, Zuschlag oder Abzug vom Kaufpreis) gewisse Wahlrechte ausbedingt. Die bedingten Termingeschäfte entwickeln sich nach den Schlusseinheiten des festen BTG. 5) Sie nehmen an dem Abwicklungsverfahren der BTG teil. Einige Tage vor Ultimo, bezw. Medio, am Prämienerklärungstag, hat der mit dem Wahlrecht ausgestattete Kontrahent dem Gegenkontrahenten an der Börse seinen Willen zu erklären. 6) Der am Prämienerklärungstag abwesende wahlberechtigte Kontrahent verliert sein Wahlrecht. 7)

1) Vgl. Goldschmid, Hb RW 1 S. 786.

2) Göppert, B-A, 12, 272.

3) Vgl. Göppert, a. a. O.

4) Zit. von Fehr, S. 67.

5) Ueber Schlusseinheiten- und Notierungsbezeichnungen der Geschäftsformen vgl. die Kursblätter.

6) Vgl. Schematische Darstellung S. 41.

7) Nach Zür. Us. § 29 entscheidet der Gegenkontrahent auf Grund der unmittelbar vor der Prämienerklärung stattgefundenen Abschlüsse, unter Mitteilung an den abwesenden Kontrahenten. Nach Bas. Allg. Regl. § 8 wird angenommen, dass die Lieferung stattzufinden hat, wenn der Käufer eine Erklärung unterlässt. Genf kennt keine derartige Bestimmung.

1. Prämiengeschäft

(Dontgeschäft, franz. marchés à prime, oder marchés libres im Gegensatz zu fermes, engl. options oder privileges).

Eine der Vertragsparteien, Käufer oder Verkäufer, behält sich gegen die Bezahlung einer zum voraus festgesetzten Prämie das Recht vor, am Stichtag zu erklären, ob sie den getätigten Schluss beziehen, bezw. liefern, oder vom Vertrag zurücktreten will. Die Vergütung wird entweder, besonders für den Fall des Rücktrittes ausgeworfen; «Prämie» im engeren Sinn, oder sie erscheint als «Ekart» (Zuschlag zum bezw. Abzug vom vereinbarten Kaufpreis). Je nachdem die Usanzen bestimmen, ist die Prämie sofort oder erst am Stichtage zahlbar. Die Prämiengeschäfte werden sehr häufig nicht auf den nächsten, sondern auf den darauffolgenden Ultimo abgeschlossen. Man unterscheidet Vorprämien- und Rückprämiengeschäfte. Beide Geschäftsarten werden zusammenfassend auch einfache Prämiengeschäfte genannt. 1)

a) Das Vorprämiengeschäft (franz. prime pour lever, engl. call.). Der Käufer hat sich hier das Recht des Rücktrittes vorbehalten. Er kauft mit einem Zuschlag zum Tageskurs (Ekart) auf Ultimo und hat dafür das Recht, gegen eine Prämie (sie ist meistens ebenso hoch wie der Ekart) vom Geschäft zurückzutreten. 2) Der Käufer wird die Prämie hingeben («abandonnieren»), wenn der Kurs nicht wie er erwartet hat gestiegen, sondern um mehr als die Prämie gesunken ist.

b) Das Rückprämiengeschäft (franz. prime pour livrer, engl. put.). Der Verkäufer hat sich hier im Unterschied zum Vorprämiengeschäft das Recht des Rücktrittes vorbehalten. Er verkauft unter Tageskurs. Der Verkäufer wird zurücktreten, wenn der Preis um mehr als die Prämie gestiegen ist.

Rechtlich stellen sich die einfachen Prämiengeschäfte als Kauf mit potestativer Resolutivbedingung dar (einer in das Ermessen des wahlberechtigten Kontrahenten gestellten Bedingung: vom Vertrag zurückzutreten). Die Prämie ist ein Reugeld. 3)

Die wirtschaftliche Bedeutung der einfachen Prämiengeschäfte liegt darin, dass sie das Risiko für den wahlberechtigten Kontrahenten vermindern. Der andere Kontrahent geht, wie die Vertragsparteien bei dem festen Zeitgeschäft, ein unbegrenztes Risiko ein. Selbst im ungünstigsten Fall verliert der Wahlberechtigte nicht mehr als die beim Vertragsabschluss vereinbarte Prämie. Die Gewinnaussichten werden allerdings um den Ekart geschmälert. Der wahlberechtigte Kontrahent erwartet starke Kursschwankungen, während sein Gegenkontrahent den Nutzen aus geringen Kurs-

1) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 578.

2) Z. B. die Zür. Notierung: Baltimore & Ohio Railbroad Company 25 dt 2 heisst: Kurs per Aktie von Fr. 25.— sind davon Fr. 2.— Vorprämie (dt : dont - davon).

3) Vgl. BBG § 24 c.

schwankungen ziehen will oder mit einer beträchtlichen Kursentwicklung nach einer bestimmten Richtung hin rechnet. Die Prämiengeschäfte bieten wenig kapitalkräftigen Leuten oder solchen Spekulanten, die die Übernahme eines unbegrenzten Risikos scheuen, die Möglichkeit, sich an der Spekulation in Wertpapieren, die lebhaften Kursschwankungen unterliegen, zu beteiligen. Die Prämiengeschäfte können auch zur Kurssicherung verwendet werden. Die Winkelbanken bedienen sich der einfachen Prämiengeschäfte zur Uebervorteilung ihrer unerfahrenen Kundschaft. 1) Sie preisen die Prämiengeschäfte als «Versicherungsgeschäfte» an, weil sie zum voraus bei begrenztem Risiko unbegrenzte Gewinnmöglichkeiten eröffnen. Dies ist eine völlig verfehlte Behauptung! Das Risiko wird erst durch den Abschluss des Prämiengeschäftes erzeugt. 2) Als ganz besonders gefahrlos raten die Winkelbanken dem Publikum den Abschluss von Prämiengeschäften in Papieren erster Güte an. Da diese Werte eine feste Kurstendenz aufweisen, können sie regelmässig die Prämien einkassieren. Der hochspekulative Charakter der einfachen Prämiengeschäfte hat von jeher zu Angriffen gegen diese Geschäftsform geführt. 3)

2. Das Stellagegeschäft

(franz. le stellage, engl. put and call, straddle).

a) Das Stellage- oder Stellgeschäft ist eine Vereinigung des Vor- und Rückprämiengeschäftes zu einem Geschäft. Es gestattet der einen der beiden Parteien mit beschränktem Risiko in demselben Papier gleichzeitig auf das Steigen und Fallen des Kurses zu spekulieren. Hier werden zwei Kurse ausbedungen. Der «Stellage-Käufer», der sog. «Wähler», erwirbt das Recht, am Erfüllungstage der mit dem Prämientage zusammenfällt, zu entscheiden, ob er eine Anzahl Werttitel oder eine bestimmte Warenmenge entweder zu einem vorher vereinbarten höheren Kurse kaufen oder sie zu einem ebenfalls vorher vereinbarten billigerem Kurse verkaufen will, während der Verkäufer der Stellage, der sog. «Steller» still zu halten hat. Der Wähler muss entweder liefern oder abnehmen. Der Unterschied zwischen dem höheren und tieferen Kurse wird als Spannung oder Stellgeld, der Mittelkurs als Stellkurs oder Basis bezeichnet. Der Käufer der Stellage wird die Lieferung zu dem höheren Kurse (Basis zuzüglich der Hälfte der Stellgebühr) verlangen, wenn der Kurs am Prämienerklärungstage über der Basis steht, ist der Kurs aber tiefer, dann wird er selber liefern. Sein Risiko ist auf die Hälfte des Stellgeldes beschränkt. Für den Käufer der Stellage kann sich infolge

1) Vgl. Müller-Erzbach, S. 599.

2) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 580.

3) Das Gutachten von Simon Kaiser an das Eidgenössische Justiz- und Polizeidepartement von 1893 (S. 14) trat für die Klaglosigkeit der Prämiengeschäfte ein. Kaiser wies darauf hin, dass der Staatsanwalt des Kt. Zürich für die strafrechtliche Verfolgung dieser Geschäfte eintrat.

der grossen Spannung ein Gewinn nur bei erheblichen Kursschwankungen ergeben, während der Verkäufer einen grossen Spielraum hat. Die beiden Kurse sind die Grenzen, über die nach der Ansicht des Stellers die Kurse bis am Erklärungstag nicht gehen werden. Der Wähler hingegen ist anderer Ansicht.

b) Das zweischneidige Prämiengeschäft 1) gibt dem Wähler gegen Bezahlung einer besonderen vereinbarten Prämie auch noch das Recht, einseitig vom Vertrag zurückzutreten. Für den Verkäufer ist dieses Geschäft wegen den verschiedenen Risiken (drei Wahlrechte des Käufers) sehr gefährlich.

Rechtlich lässt sich das Stellgeschäft weder als resolutiv bedingter Kauf, noch als Kauf eines Wahlrechtes konstruieren. 2) Einzelne Schriftsteller sehen es als einen Vertrag sui generis an. 3) Näher ausgestaltet ist es in den Usanzen.

3. Das Nochgeschäft.

(franz. marché avec faculté, engl. put of more).

Einer der beiden Kontrahenten erwirbt das Recht, am Prämienerklärungstag zu entscheiden, ob er über die fest abgeschlossene Menge hinaus das Doppelte oder ein Vielfaches davon («einmal noch», «zweimal noch» usw.) zum gleichen Kurse nachfordern, bezw. nachliefern will (Schluss auf «Fest» und «Offen»).Die Vergütung für das Wahlrecht besteht in einem vereinbarten «Ekart» (Zuschlag zum, oder Abzug vom Terminkurs des Abschlusstages). Das Nochgeschäft kann rechtlich als Verbindung eines festen Kaufs mit einem Prämiengeschäft aufgefasst werden.

Stellage- und Nochgeschäfte werden vom berufsmässigen Börsenhandel, der auf die Ausnutzung kleiner und kleinster Vorteile angewiesen ist, abgeschlossen, um Prämien verkaufen zu können. 4)

4. Das Wandel- oder Eskomptegeschäft.

Der eine Teil kann das Termingeschäft vor der Lieferungszeit einseitig fällig machen (Kauf fix und täglich oder per Ultimo täglich, Kauf auf tägliche Kündigung seitens des Käufers; Verkauf auf Ankündigung des Verkäufers, per Ultimo auf Kündigung). 5) Haben beide Kontrahenten dieses Recht, so spricht man von Geschäften

1) Es kommt an den Schweizer Effektenbörsen nicht vor.

2) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 583.

3) So Düringer-Hachenburg-Breit HGB, 2 A., III, 405. Bei Grünhut in Endemanns Hb III, 23 befinden sich weitere rechtliche Konstruktionen zu dieser höchst unfruchtbaren Frage.

4) Die bedingten Termingeschäfte lassen sich vielfach untereinander oder mit festen Geschäften kombinieren. Beispiele bei Prion, Hb STW II, 1165.

5) Vgl. Brändl, S. 586, Nussbaum in Ehrenberg, S. 577.

per Ultimo «gegenseitig täglich» 1) Der Wahlberechtigte muss für das Eskompterecht einen höheren Kurs zugestehen als im festen BTG. Diese Differenz nennt man Ekart.

Das Wandelgeschäft gewährt dem Wahlberechtigten den Vorteil, dass er auch die Kassakurse ausnützen kann, der Käufer kann z. B. ankündigen, sobald er die Titel per Kassa günstig verkaufen kann.

Zur Erschwerung von Baissemanövern hat nach französischem und italienischem Recht der Terminkäufer die Befugnis, innerhalb bestimmter Grenzen unter Wahrung bestimmter Formen Zug um Zug gegen Barbezahlung des Kaufpreises vorzeitige Lieferung zu fordern (droit d'escompte, diritto di sconto). 2)

Die bedingten Termingeschäfte sind in Effekten häufiger als in Produkten; an manchen Börsen sind sie entweder gar nicht oder nur zum Teil üblich. Am häufigsten werden Vorprämiengeschäfte abgeschlossen. 3)

§ 5. Das Börsentermingeschäft in Wertpapieren an den schweizerischen Effektenbörsen

Nachdem wir die juristische Natur des BTG im allgemeinen untersucht haben, wenden wir uns dem schweizerischen Recht zu. Wir befassen uns jetzt nur mit dem festem BTG in Wertpapieren, das an den drei wichtigen Effektenbörsen 4) unseres Landes (Zürich, Genf und Basel) abgeschlossen wird.

Die Schweiz besitzt keine eidgenössische Börsengesetzgebung (vgl. Art. 418 des OR: Vorbehalt des kantonalen Rechtes). Die einzigen bundesgesetzlichen Massnahmen auf diesem Gebiet sind fiskalischer Natur. 5)

In Genf, wie später in Basel und Zürich sind die von Interessentenvereinen gegründeten Effektenbörsen staatlich anerkannt 6) und mehr oder weniger weitgehend der kantonalen Regelung unterworfen worden: Genf, Loi pour l'établissement d'une Bourse de Commerce du 20 décembre 1856). Basel-Stadt, Gesetz betreffend die Effekten-

1) Vgl. v. Schanz, S. 463.

2) Ausführliches über das Eskompterecht bei Brändl, S. 591.

3) Vgl. v. Schanz, S. 464.

4) Die Berner Effektenbörse besitzt ebenfalls Bestimmungen über das BTG. Ein Terminmarkt hat sich jedoch nicht an dieser Lokalbörse herausgebildet.

5) BG über die Stempelabgaben vom 4. Okt. 1917, dazu BG v. 22. Dez. 1927 betr. Abänderung und Ergänzung des BG über die Stempelabgaben, BG betr. Stempelabgaben auf Coupons vom 25. Juni 1921, BG vom 24. Juni 1937 über Ergänzung und Abänderung der Eidg. Stempelgesetzgebung. Vgl. dazu VVO vom 7. Juni 1928 zu den BG über die Stempelabgaben.

6) Ueber die öffentlich rechtliche Natur der Zürcher Effektenbörse vgl. Motschmann, S. 19 ff.

börse und den Verkehr in Wertpapieren (vom 8. April 1897). Zürich. Gesetz betreffend den gewerbsmässigen Verkehr mit Wertpapieren (vom 22. Dezember 1912). Dem BTG sind dort einengende Beschränkungen auferlegt.

Als Vertrag steht das BTG unter der Herrschaft des Obligationenrechtes. Die zivilrechtlichen Wirkungen des BTG sind durch das Obligationenrecht endgültig ohne Vorbehalt zu Gunsten des kantonalen Rechtes geregelt. Innerhalb den Schranken des Obligationenrechtes besteht Vertragsfreiheit. Als modernes Gesetz stellt es den Parteien keine geschlossene Reihe der möglichen Vertragsverhältnisse zur Verfügung. Die Parteien können innerhalb der Gesetzesschranken beliebige Vertragstypen schaffen und den geschaffenen Vertragsverhältnissen beliebigen Inhalt verleihen. Sie können auch einen im Gesetz vorgesehenen Vertrag näher ausgestalten. Im Börsen- und Bankverkehr haben sich im Laufe der Zeit mehr oder minder vollständige Platzusanzen oder Börsenbedingungen ausgebildet. Gleichförmige Verhältnisse an den massgebenden Bank- und Börsenplätzen der Schweiz brachten es mit sich, dass die hauptsächlichsten Vertragsbestimmungen übereinstimmend geregelt wurden: Es entstand dadurch gewissermassen ein gemeiner, einheitlicher Schweizer Börsen- und Bankbrauch. Er wird beherrscht von den Grundsätzen der Billigkeit an der gleichmässigen Verteilung von Vorteilen und Lasten, seine beinahe vollständige Uebereinstimmung mit dem Obligationenrecht darf uns deshalb nicht wundern. Die Ausnahmen betreffen nur solche Geschäfte oder Verabredungen, die ausschliesslich an der Börse vorkommen und deren Eigentümlichkeit in einer allgemeinen Regelung der Schuldverhältnisse nicht berücksichtigt werden konnten. Die rechtlichen Grundlagen für die Börsengeschäfte finden sich in den kodifizierten Usanzen und Reglementen der Effektenbörsen. Im Kanton Basel-Stadt erlässt der Staat die Statuten, allgemeinen Reglemente und Usanzen, während nur zu genehmigende Reglemente (Statuten der Börsenkammer, Spezialreglement der Ultimoliquidation) von der Börsenkammer aufgestellt und dann von der Börsenkommission zu Handen des Regierungsrates begutachtet werden (BBG § 2, Statuten § 9). Im Kanton Zürich werden die Statuten, sämtliche Reglemente und Usanzen vom Zürcher Effektenbörsenverein erlassen und bedürfen der Genehmigung des Regierungsrates. In Genf erlässt die Chambre de la Bourse (Société coopérative) das Règlement de la Bourse unter Vorbehalt der Genehmigung durch den Staatsrat. (Börs. Regl. Art. 66).

Das schweizerische Obligationenrecht verwendet den Ausdruck «BTG» nicht, sondern spricht gemeinhin von Lieferungsgeschäften. Die festen BTG (Ultimo- und Mediogeschäfte) an den schweizerischen Effektenbörsen sind ihrer rechtlichen Natur nach fixe Lieferungsgeschäfte. Das Obligationenrecht ist daher im Kauftitel subsidiär heranzuziehen. Die Klagbarkeit der Forderungen, herrührend aus börsenmässigen Lieferungsgeschäften mit Spielcharakter, beurteilt sich in der ganzen Schweiz nach Art. 513, II OR.

Die Rechtswirkungen des Kaufes werden in den Usanzen wie folgt geregelt: Aus Abschlüssen auf Termin gelten die in den veräusserten Wertpapieren gattungsgemäss verkörperten Rechte und Pflichten als mit dem Vertragsabschluss auf den Käufer übergegangen. Nicht erworben ist das Recht, die Titel zu einem früheren Zeitpunkt zu beziehen, noch die Bekanntgabe von Titelnummern zu verlangen, noch die Titel an einer Generalversammlung bezw. Obligationärversammlung zu vertreten. Werden in der Zwischenzeit Coupons fällig, so liegt dem Verkäufer deren Einlösung unter Verrechnung des Gegenwertes ob (Zür. Us. § 2). Er trägt auch im Platzhandel die Gefahr der veräusserten Sache bis zur Ablieferung an die Zentralstelle für das Termin-Clearing (Zür. Us. § 3).

Die Lieferung hat in den nach den Usanzen oder Reglementen festgesetzten Mindestschlüssen oder deren Vielfachem zu erfolgen (Zür. Us. § 3, II), dazu Zür. BörsO § 12; Bas. Us. § 11 B; Genf Börs. Regl. Art. 50). Der Käufer ist nicht verpflichtet Teillieferungen von Titeln anzunehmen (Zür. Us. § 3). In Zürich, Genf und in Basel können ausnahmsweise der Zentralstelle Lieferungsscheine (Lieferungsversprechen, bons de titres) eingereicht werden, wenn sie vom Berechtigten vorher mit einer Annahmeerklärung versehen werden (Zür. Termin-Clearing Regl. § 11 VII); Bas. Spezial-Regl. § 5 III; Genf Börs. Regl. Art. 61, II). Die Lieferung der Titel findet dann unmittelbar vom Verkäufer an den Käufer statt.

Die äussere Beschaffenheit der Titel regeln die Usanzen eingehend. Danach sind Titel nicht lieferbar, welche stark beschmutzt oder beschädigt sind, oder wenn ihnen wesentliche Erfordernisse, wie z. B. Nummern, Stempel oder Unterschriften fehlen. Interimsscheine können nicht mehr geliefert werden, sobald die definitiven Stücke erschienen sind. Eine erschöpfende Aufzählung dieser Detailvorschriften würde hier viel zu weit führen, wir verweisen auf die diesbezüglichen Bestimmungen der Zür. Us. §§ 3—5, der Bas. Us. § 9. Verloste Titel dürfen nicht mehr geliefert werden (Zür. Us. § 12, Bas. Us. § 8, I, Genf. Börs. Regl. Art. 45, I). Stellt es sich nachträglich heraus, dass die gelieferten Titel schon in Ziehung waren, so können sie nachträglich beim Veräusserer gegen unverloste umgetauscht werden. Die Mängelrüge bei Titel bezüglich deren äusseren Beschaffenheit ist innert kurzer Frist (nach § 6 der Zür. Us. bis am Tage nach Ablieferung, nach Bas. Us. § 10, I innert viermal 24 Std.) dem Verkäufer anzuzeigen (vgl. Art. 201, I OR). Für alle übrigen Mängel gilt nach Zür. Us. § 6 eine Reklamationsfrist von 30 Tagen, nach Bas. Us. § 10a und Genfer Börs. Regl. Art 52 können geheime Mängel wie nach OR innert Jahresfrist geltend gemacht werden. Der Gewährleistungsanspruch nach Art. 192 OR kann dagegen gemäss Art. 127 OR innert 10 Jahren erhoben werden Bas. Us. § 10, II).

Das Bezugsrecht ist an den drei Plätzen nicht einheitlich geregelt. Nach Zür. Us. § 16 ist der Käufer verpflichtet, wenn während der Dauer eines Zeitgeschäftes der Schlusstermin zur Ausübung eines Bezugsrechtes eintritt, es für Rechnung des Käufers auszuüben, sofern

ihm der Käufer nicht spätestens zwei Tage vor Ablauf der Subskriptionsfrist vorbörslich erklärt, auf die Ausübung verzichten zu wollen. Der Verkäufer hat in diesem Falle das Bezugsrecht für Rechnung des Käufers bestmöglich zu realisieren. In Genf hat der Käufer ausnahmsweise ein Eskomptерecht, wenn die Titel selbst zur Ausübung des Bezugsrechts benötigt werden (Règl. d'exécution Art. 12, Règl. de la bourse Art. 51, II).

Es ist dies der einzige Fall des Eskomptерechtes, der an den schweizerischen Börsen vorkommt. Ist die Ausübung des Bezugsrechtes mittelst Ausübung eines Coupons möglich, so kann sich der Verkäufer durch die Uebergabe des Bezugsscheines an den Käufer befreien (Genf Bör. Regl. Art. 51, IV). Die Bas. Us. schweigen darüber. In Basel wird dies durch Festsetzung eines Kursabschlages durch die Börsenkammer geregelt. Der Verkäufer verkauft den Bezugsrechtsschein und behält den Erlös für sich.

In Zürich sind vom Termin- und Prämienhandel Namenaktien und Genussscheine ausgeschlossen (BörsO § 12, II). Auch in Genf können in der Regel nur Inhaberpapiere auf Termin verkauft werden (Börs. Regl. Art. 50, I). Die Basler Bestimmungen äussern sich nicht besonders darüber (vgl. die ausführliche Regelung des Handels im nominativen Aktien, Bas. Us. § 8, II-V).

Die Ausgleichung der BTG erfolgt usanzgemäss durch eine Zentralstelle (Zür. Us. § 24, Bas. Allg. Regl. § 8, Genfer Börs. Regl. Art. 55). Die Usanzen bedeuten namentlich eine Abweichung vom Obligationenrecht für den Fall des Verzuges einer Vertragspartei. Diese Abweichung ist durch die eigenartige Funktion des BTG, der leichten Uebertragbarkeit der Lieferungs- bzw. Abnahmeverpflichtungen bedingt. Auf dem Schutzwillen gegenüber dem in dem BTG liegenden Erfüllungsrisiko liegt die Einführung der Börsenkaution. 1) Versäumt die Gegenpartei die Titel gemäss den im Spezialreglement festgelegten Fristen abzuliefern oder abzunehmen, so erfolgt die Zwangsregulierung wegen Nichterfüllung. An der Zürcher Effektenbörse kann die Exekution schon am letzten Börsentag 2) des Monats bzw. am Medio stattfinden und zwar ohne vorherige Anzeige an den säumigen Kontrahenten, falls er seinen Verpflichtungen nicht bis spätestens 9.30 Uhr des betreffenden Ultimo- bezw. Medio-Tages nachgekommen ist. (Zür. Us. § 25.) Gemäss Art. 191 und 215 OR haftet der säumige Teil für eine allfällige Preisdifferenz, die

1) In Zürich hat jeder Börsenagent beim Staat eine Realkaution von Fr. 30,000.— zu hinterlegen (ZBG § 17, I), ferner eine weitere Kaution von Fr. 100,000.— an den Zürcher Effektenbörsenverein (Statuten § 23 ff.). In Basel haben die konzessionierten Mitglieder der Börsenkammer eine Kaution von Fr. 50,000.— bis Fr. 100,000.— bei der Staatskasse zu leisten BBG § 8). Die Mitglieder haben der Börsenkammer selbst keine Kaution zu leisten. Das GBG sieht keine Kautionsleistung vor. Die Mitglieder der Société des Agents de Change de Genève haben dem Verband eine Kaution zu leisten, deren Höhe jeweils von der Generalversammlung festgesetzt wird (Statuts Art. 6, II, Ziff. e).

2) Vgl. schematische Darstellung S. 41.

sich aus den Bedingungen des Geschäftsabschlusses oder seiner zwangsmässigen Lösung ergibt. Die durch Verzug des Gegenkontrahenten benachteiligte Partei ist berechtigt für die Exekution, die gemäss den Bestimmungen des Courtagevertrages zu erhebende halbe Courtage zu berechnen (Zür. Us. § 22, II). Die beabsichtigte Durchführung der Exekution muß dem Börsenkommissariat angezeigt werden, zwecks amtlicher Beglaubigung der Exekutionsabrechnung (Zür. Us. § 23). Der exekutierende Teil ist berechtigt, wenn er nicht befriedigt wird, das Verfahren bezüglich der Inanspruchnahme der Kaution gemäss Us. §§ 30 und ff einzuleiten (Zür. Us. § 22, I). In Basel ergreift die Liquidationskommission, in Genf die Chambre de Bourse, auf Kosten des Säumigen die erforderlichen Massnahmen, um die Liquidation zu sichern (Bas. Allg. Regl. § 9, dazu Spezial-Regl. § 10, II, Genfer Börs. Regl. Art. 64). Zahlungseinstellung und Konkurs einer Partei führen vorzeitig den Erfüllungstag herbei (Zür. Us. § 32, Bas. Allg. Regl. § 9). Die Anzeige der Annahme der Fälligkeit hat in Zürich (Us. § 32, II) und in Basel (Allg. Regl. § 9, II) mittelst eingeschriebenem Brief zu erfolgen. Die Termingläubiger sind berechtigt, sämtliche schwebenden Verpflichtungen an der Börse des nächsten Tages exekutionsweise zu lösen, falls Lieferung bezw. Zahlung nicht bis spätestens 10 Uhr des betreffenden Tages erfolgen sollte (Zür. Us. § 32, II, Bas. Allg. Regl. § 9 II). Für die nicht gedeckten Forderungen haben die Gegenkontrahenten Anspruch auf die Kaution des Insolventen (Zür. Us. § 34, BBG § 8). Die Liquidation der Verpflichtungen des Zahlungsunfähigen ist der Ultimoliquidation nachgebildet und infolgedessen sehr zweckmässig (vgl. Zür. Us. §§ 32-36). Reicht die Vereinskaution nicht zur vollen Befriedigung, so kann für den ungedeckt gebliebenen Betrag Anspruch auf die staatliche Kaution geltend gemacht werden (Zür. Statuten § 26). Das Verfahren bei Inanspruchnahme der staatlichen Kaution ist durch eine vom Zürcher Regierungsrat erlassene Kautionsverordnung geregelt, in Basel durch ein vom Regierungsrat erlassenes Reglement. 1) Wenn über den Kautionssteller der Konkurs eröffnet worden ist, gelangt das in der Zürcher Kautionsordnung vorgesehene Verfahren nicht zur Anwendung, die Kaution fällt in die Konkursmasse (VO § 13). Die Ansprüche für die Kaution sind im Konkursverfahren geltend zu machen (SchKG Art. 197 und 198). Reichen die Kautionen für die Schadloshaltung des Exekutionsberechtigten nicht aus, so können die nachweisbaren Differenzbeträge in die 5. Klasse der Konkursforderungen eingereicht werden (SchKG Art. 219).

Gesetzliche Beschränkungen des Terminhandels.

Die Beschränkungen des Terminhandels in Wertpapieren in den kantonalen Börsengesetzen äussern keine zivilrechtlichen Wirkungen. Die entgegen einem kantonalen Verbot abgeschlossenen

1) Zür. VO über die Beanspruchung der Kautionen von Vermittlern im Verkehr mit Wertpapieren (vom 29. März 1923, abgeändert 10. Mai 1928). Bas. Regl. für die Realisierung der Realkautionen (vom 19. Jan. 1901).

Geschäfte sind nicht widerrechtlich im Sinne von Art. 20 OR und demnach rechtswirksam, wenn auch gegebenenfalls nur als unvollkommene Obligationen (BGE 34 III 687). Die kantonalen Verbotsnormen wirken sich einzig auf dem öffentlichen Gebiet aus, auf dem den Kantonen die Regelung des Börsenwesens zusteht.

Durch das Basler Börsengesetz ist der Abschluss von Termin- und Prämiengeschäften an der Basler Effektenbörse folgenden Beschränkungen unterworfen:

1. Die Zulassung von Wertpapieren zum Termin- und Prämienhandel ist von einem einbezahlten Aktienkapital von mindestens 5 Millionen Franken abhängig (dadurch soll einer Schwänze (Corner) vorgebeugt sein) (Bas. Us. § 11 B, II).

2. Der Lieferungstermin darf in keinem Fall über das Ende des folgenden Monats hinaus festgesetzt werden (Bas. Us. §§ 5 und 11 B). Aus wichtigen Gründen kann die Börsenkommission diesen Termin reduzieren oder den Handel vereinzelter Papiere zeitweise ganz untersagen. (Regl. § 8: sofern Anzeichen eines unlauteren Spiels oder künstlicher Beeinflussung der Kurse vorhanden sind).

3. Prolongationen von Termingeschäften sind jeweils nur auf Monatsfrist gestattet (Bas. Us. § 11 B, III).

In Genf können vom 15. eines Monats Termingeschäfte auf den Ultimo des nächsten Monats abgeschlossen werden (Börs. Regl. Art. 50, I). Prämiengeschäfte können schon vom ersten eines Monats auf den Ultimo des nächsten Monats abgeschlossen werden. In Zürich sind auch Abschlüsse auf einen späteren Termin zulässig, aber selten. Aus festen Termingeschäften, die auf einen längeren Termin als ein und einen halben Monat und Prämienkäufe, die auf einen längeren Termin als zwei Monate abgeschlossen worden sind, kann weder ein Anspruch auf die beim Staat hinterlegte Kaution (Kaution VO § 1) noch auf die Vereinskaution (Statuten § 25, IV) hergeleitet werden.

Durch § 29 BBG erhält das Polizeistrafrecht folgenden Zusatz:

§ 159a Uebertretung des Gesetzes betreffend die Effektenbörse und den Verkehr in Wertpapieren.

Mit Geldbusse oder Haft wird bestraft:

1. Wer Termin- und Prämiengeschäfte abschliesst mit einem schweizerischen öffentlichen Beamten sowie mit Angestellten in inländischen Privatgeschäften, sofern deren Vorgesetzte bezw. Prinzipale nicht ihre ausdrückliche Zustimmung dazu erteilt haben;

2. Wer Termin- und Prämiengeschäfte abschliesst mit Personen, deren Indentität nicht festgestellt ist oder die mittellos oder insolvent sind, und deren Mittellosigkeit und Insolvenz bei Abschluss des Geschäftes bekannt war oder bei Anwendung übungsgemässer Sorgfalt hätte bekannt sein können;

3. Wer Komptantgeschäfte abschliesst, anders als gegen Barzahlung des Kaufpreises und Auslieferung der Titel nach den Börsenusanzen mit den sub 1 und 2 genannten Personen.

4. Wer Geschäfte irgend welcher Art in Wertpapieren mit minderjährigen und bevormundeten Personen ohne Einwilligung des Inhabers der elterlichen bezw. vormundschaftlichen Gewalt abschließt;

5. Wer sonst den Bestimmungen dieses Gesetzes, sowie den in Ausführung dieses Gesetzes erlassenen Verordnungen und Reglementen zuwiderhandelt. Die Bestimmungen des Strafgesetzes bleiben vorbehalten.

Aehnliche Verbote wie in § 29 des BBG enthält das ZBG in §§ 16 und 19. Den Zürcher Börsenagenten ist nach § 16, VI der Abschluss von Termingeschäften, die sich als offensichtliche Spekulationen kennzeichnen, mit oder für Rechnung von Beamten und Angestellten des Bundes, der Kantone und der Gemeinden, ebenso mit oder für Rechnung von Geschäftsangestellten ohne schriftliche Bewilligung der Geschäftsinhaber verboten. Das ZBG untersagt somit einzig den Abschluss von Termingeschäften, die sich als «offensichtliche Spekulationen» kennzeichnen, im Gegensatz zum klaren generellen Verbot des BBG § 29, Ziff. 1. Den Zürcher Börsenagenten ist auch der Abschluss von Komptantgeschäften zum Zwecke des verbotenen Termingeschäftes 2) untersagt ZBG § 16, Ziff. 11). Die für die Zürcher Börsenagenten hier erwähnten Vorschriften gelten auch für die gewerbsmässige, ausserbörsliche Vermittlung von Wertpapieren im Kanton Zürich (ZBG § 19). Aus ZBG § 16 Ziff. 11 ergibt sich, dass der Abschluss von Komptantgeschäften in Verbindung mit Kreditgeschäften (z. B. Lombardgeschäften) erlaubt ist, wenn sie nicht zu offensichtlichen Spekulationen dienen, im Unterschied zum BBG § 29 Ziff. 3. Das ZBG untersagt ferner in § 23 den Abschluss von Termingeschäften in Prämienlosen sowie den Ratenloshandel in jeder Form. Das Reglement der Genfer Börse (Art. 24, I) kennt nur ein Abschlussverbot für die Angestellten der Agent de Change und der Banken auf dem Platze Genf. Eine Ausnahme davon kann gemacht werden, wenn der Angestellte eine schriftliche Erlaubnis von seinem Prinzipal erhalten hat (Regl. Art. 24, II).

Die kantonalen Abschlussverbote sollen in erster Linie nicht zum Schutze dieser Angestellten-Kategorien dienen, sondern des Staates und der Kaufleute, die grösstes Interesse an ehrlichen Angestellten haben. 3) Das BBG gibt in § 30 sogar dritten Personen wenn ihnen durch Uebertretung der in den §§ 28 und 29 aufgestellten Strafbestimmungen ein Schaden erwächst, die Möglichkeit der Schadenersatzklage (Art. 41 OR) gegen die Fehlbaren. Der Prinzipal oder der Vorgesetzte kann das Verbot für den Angestellten oder Beamten aufheben, wenn er kein Interesse daran hat. Die Spekulation

1) VO zum ZBG vom 26. Juni 1913, § 3 (über die Berufs- bezw. Standesbezeichnung im Börsenjournal.)

2) Z. B. Stundung der Lieferungs- und Zahlungspflichten bis Ultimo, Kassakontokorrent, Titelleihe usw.

3) Henggeler, S. 55 ff, Motschmann, S. 10, Wolf, S. 22.

in börsengängigen Waren ist in den kantonalen Gesetzen nicht geordnet. Sie lassen somit den Angehörigen dieser Kategorien, die meist noch gefährlicheren Warentermingeschäfte zur Befriedigung ihrer Spekulationslust offen. Die Macht der kantonalen Abschlussverbote hört jenseits der Zürcher und Basler Grenze auf. Der Angestellte, der spekulieren will, braucht sich bloss an eine ausserkantonale Bank zu wenden, um durch deren Vermittlung auf einwandfreiem Wege nach Belieben an der Zürcher oder Basler Börse zu spekulieren. Wenn grössere Veruntreuungen seit dem Erlass dieser kantonalen Verbote nicht mehr zutage getreten sind, so ist dies nicht den Gesetzen, sondern der besseren Kontrolle oder andern wirtschaftlichen Verhältnissen zuzuschreiben. Das von beiden Kantonen erlassene Gelegenheitsrecht nach der Börsenkrisis von 1891 ist nicht in das schweizerische Strafgesetzbuch übergegangen. Auf dem Gebiete des Börsenstrafrechtes enthält das schweizerische Strafgesetzbuch nur eine einzige Norm, den Art. 158 mit der Marginalie: «Verleitung zur Spekulation». 1) Diese Bestimmung verliert durch den Art. 165, I des schweizerischen Strafgesetzbuches, wonach auch der Schuldner bestraft wird, der durch gewagte Spekulationen und durch argen Leichtsinn seinen Konkurs und Vermögensverfall herbeigeführt hat, an praktischer Bedeutung. Zu erwähnen ist noch der Bundesratsbeschluss über den Schutz der Landeswährung vom 19. Juni 1936, der gewisse Termingeschäfte strafbar erklärt.

1) Die Botschaft zum Entwurf eines schweizerischen Strafgesetzbuches bemerkt zu Art. 158 (Entwurf Art. 135), dass er als ein Teil der Börsenreformbestrebungen angesehen werden kann, die in kantonalen Gesetzen über den Verkehr mit Wertpapieren ihren Ausdruck finden und wohl dereinst in einem Bundesgesetz über den Verkehr an der Börse zu einem gewissen Abschluss gebracht werden (Botschaft S. 35 ff). Der vorliegende Tatbestand umfaßt neben der Spekulation in Wertpapieren auch diejenige in Waren. Der Tatbestand des Art. 158 kann mit Hilfe jeder Börsengeschäftsform herbeigeführt werden.

II. ABSCHNITT

DIE ABWICKLUNG DER TERMIN-GESCHÄFTE

§ 6. Die börsentechnische Seite der Innengeschäfte

I. Allgemeines.

Die wesentlichste Voraussetzung für ein einheitliches Abwicklungsverfahren, gewöhnlich «Liquidation» genannt, ist die Vertretbarkeit der BTG. Der Abschluss auf einen späteren, durch die Usanzen bestimmten Zeitpunkt, als die hervorstechendste Eigenschaft des Terminhandels, bringt es mit sich, dass zwischen dem Abschluß- und Erfüllungstag sich viele Einzelgeschäfte in denselben Gegenständen und mit gleicher Fälligkeit durch wiederholten Abschluss von Gegengeschäften aneinander reihen. Der Spekulant löst seine Eröffnungsgeschäfte regelmässig durch den Abschluss von Gegengeschäften auf. Der Abschluss eines Gegengeschäftes wird in der Börsensprache «Glattstellung» genannt, weil sich dann gleichartige Lieferungs- und Abnahmeverpflichtungen gegenüberstehen. Die aneinandergereihten Geschäfte ergeben Ketten oder Ringe, die alle auf den gleichen Zeitpunkt abgewickelt werden müssen.

Betrachten wir folgendes Beispiel:

A verkauft an B 25 Aktien Baltimore und Ohio Stamm per Ultimo, B verkauft sie per Ultimo an C, C an D, D an E, E an F...

Auf diese Weise entsteht eine Kette, deren Zwischenglieder in Bezug auf ihre Abnahme- und Lieferungsverpflichtungen glattgestellt sind.

Angenommen:

A hat diese 25 Aktien blanko auf Ultimo verkauft und später zufällig mit F den Deckungskauf abgeschlossen, dann bildet sich ein Ring, in dem sämtliche Beteiligte glatt gestellt sind.

Die gemeinsame und gleichzeitige Abwicklung aller im Verlaufe eines Zeitabschnittes abgeschlossenen BTG bezweckt, die Verpflichtungen aus den Terminverträgen wechselseitig zu tilgen oder auszugleichen, um die Lieferung des Kaufgegenstandes, die Abnahme und die Zahlung seines Gegenwertes so weit wie möglich auszuschalten, d. h.: auf diejenigen zu beschränken, welche keine Gegengeschäfte abgeschlossen haben. Obwohl sämtliche Zwischenglieder der Kette bezw. des Ringes vertragsmäßig erfüllt haben, hat sich allgemein der Sprachgebrauch eingebürgert, diese Erfüllung als eine «nicht effektive» zu bezeichnen und von einer effektiven

Erfüllung nur zu sprechen, wenn eine Partei die gekauften Papiere selber am Stichtag liefert, die von ihr gekauften Waren am Stichtag abnimmt und bezahlt. 1) Nach der Durchführung des Abwicklungsverfahrens verbleibt in der Regel ein verhältnismäßig unbedeutender Rückstand von Geschäften, der durch effektive Lieferung und Zahlung zu erfüllen ist.

Wenn am Liquidationstag die gehandelten Gegenstände sämtliche Glieder der Ketten oder Ringe durchlaufen müssten, wäre es angesichts der grossen Zahl der Umsätze technisch nicht durchführbar, alle einzelnen Verpflichtungen an einem Zeitpunkte effektiv zu erfüllen. Jeder glattgestellte Teilnehmer müsste tagelang auf die Lieferung seines Vormannes warten, um selber seine Verbindlichkeiten erfüllen zu können.

In einer Kette erübrigt sich Lieferung und Abnahme eines Kaufgegenstandes zwischen den glattgestellten Teilnehmern. Innerhalb eines Ringes würde jede Bewegung des Kaufgegenstandes einen vollkommenen Leerlauf bedeuten, denn am Schlusse würde er wieder in die Hände des ersten Verkäufers gelangen.

Die Einzelregulierung der Zahlungen an einem Liquidationstag würde grosse Anforderungen an den Geldmarkt stellen. Das kurzfristige Geld würde infolge der Kreditbeanspruchung durch die Börse nutzlos verteuert und den übrigen Wirtschaftszweigen entzogen. Zwecks Vermeidung ungerechtfertigten Kosten- und Arbeitsaufwandes bildeten sich an den Terminbörsen zwangsläufig einheitliche Verfahren heraus, um sowohl Lieferungen wie Zahlungen zu vereinfachen und zu beschränken. Die Liquidation ist ein organischer Bestandteil des Terminverkehrs.

Sie ist nach zwei Methoden durchführbar:

1. Durch das Ticketsystem,
2. Durch das Skontrierungssystem (kontenmässige Abrechnung durch eine Zentralstelle).

Zur Durchführung der Liquidation bestehen an den grösseren Börsenplätzen besondere dauernde Einrichtungen: wie Liquidationsvereine, Kündigungsbureaux, Warenliquidationskassen. An der Liquidation nehmen ausschliesslich die Börseninnengeschäfte teil. Technik und Einrichtungen weichen an jeder Börse etwas voneinander ab. An der Warenbörse gestaltet sich die Liquidationstechnik im einzelnen erheblich anders als an der Wertpapierbörse, doch beruht sie auf den gleichen Grundsätzen. Wir betrachten zuerst von der technischen Seite die Liquidation an der Effektenbörse, anschliessend die technischen Besonderheiten an den Warenbörsen und endlich die rechtliche Seite der Liquidationsvorgänge.

II. Die Liquidation an der Wertpapierbörse.

Der übliche Termin zur Erfüllung der BTG an der Wertpapierbörse ist der Ultimo (letzte Werktag eines Monats). Das Abwicklungsverfahren wird daher auch Ultimoliquidation genannt. Neben

1) Vgl. Cosack, S. 371.

dem Ultimo kommt an einzelnen Börsenplätzen auch der Medio eines Monats (15.) vor. 1) Die Abwicklung richtet sich wegen den Feiertagen nach einem besonderen, für jedes Jahr zum voraus festgesetzten Liquidationskalender. Die Liquidation beansprucht an den meisten Börsenplätzen einige Tage. Sie kann erfolgen:

1. Durch das Ticketsystem.

Das Ticketsystem kommt ohne zentrale Organisation aus. Jede Kette wie jeder Ring werden in der Reihenfolge der Geschäftsabschlüsse für sich abgewickelt. Der Verkäufer stellt dem Käufer einen mit seiner Anschrift versehenen Lieferschein (Ticket) aus. Das Ticket enthält Angaben über Menge (Schlusseinheiten) und Art des Kaufgegenstandes. Beim Weiterverkauf der gleichen Menge indossiert der erste Käufer den Lieferschein an seinen Käufer. 2) Er wird bei jedem folgenden Kauf wieder indossiert übergeben. Der letzte Verkäufer ersieht aus der Unterschrift des Ticketausstellers, mit wem er sich in Verbindung zu setzen hat um beziehen zu können. Das Ticket kann auch in umgekehrter Richtung durch einen Käufer in Umlauf gesetzt werden, oder es können Tickets in beiden Richtungen wandern. Stellt der letzte Käufer ein Ticket (Abnahmeschein) aus und übergibt es seinem Vormann, — ein in der Praxis üblicheres Verfahren, — dann kennt der Liefernde sofort, wenn das Ticket in seine Hände gelangt, seinen Abnehmer. Lieferung und Abnahme erfolgen unmittelbar zwischen dem ersten Verkäufer und dem letzten Käufer. Seltener kommt es vor, dass Abnahme- und Lieferungsschein gleichzeitig in der entgegengesetzten Richtung wandern, bis sie in der Mitte der Teilnehmerreihe zusammentreffen. 3)

Die glattgestellten Teilnehmer einer Kette oder eines Ringes gleichen die Kursdifferenzen, die aus den zu verschiedenen Kursen abgeschlossenen Verträgen entstanden sind, selber durch Zahlung aus. Weil das sehr umständlich ist, kann für jedes Ultimopapier ein Verrechnungskurs (Liquidationskurs) festgesetzt werden. Die Uebergabe der Wertpapiere erfolgt dann durch den letzten Verkäufer zum Liquidationskurs. Die Differenzen werden hierauf unter den Teilnehmern durch Zahlungen ausgeglichen.

Um eine reibungslose Abwicklung des Geschäftsverkehrs zu gewährleisten, müssen die Geschäftsbedingungen vorsehen, dass von einem bestimmten Zeitpunkt an alle Kontrahenten, die noch keine Tickets erhalten haben, solche ausstellen. In einem Ring könnte es sonst vorkommen, dass keiner damit den Anfang machen würde. Die Durchführung des Verfahrens ist vom genauesten Ein-

1) So in Paris und London. Ferner regelt die Bas. Us. § 5 die Mediogeschäfte; doch ist diese Bestimmung praktisch bedeutungslos geworden, weil keine Mediogeschäfte mehr getätigt werden.

2) Verkauft ein Wiederverkäufer eine grössere Menge Waren von der er einen Teil selber besitzt, stellt er für diese Menge ein weiteres Ticket aus. Der Abnahmeberechtigte bezieht dann von zwei Lieferanten.

3) So in Liverpool, vgl. Ammenhäuser, S. 11.

halten der Fristen abhängig. Je grösser der Teilnehmerkreis ist, umso schwieriger und umständlicher gestaltet sich die Abwicklung mittelst des Ticketsystems. Zur Abwicklung der Massenumätze an den Wertpapierbörsen ist dieses System nicht gebräuchlich. Das Ticketsystem wird im englischen Terminverkehr (z. B. an der Londoner Stock Exchange) 1) für die Abwicklung der nicht zum Terminclearing zugelassenen Effekten angewandt. Bei der Ausübung des diritto di sconto an den italienischen Börsen seitens des Terminkäufers giriert der Verkäufer die avvisi di sconto, 2) gegebenenfalls gestückelt an seine Vormänner. An den Warenbörsen wird hingegen eine dem Ticketsystem verwandte Technik, das Institut der Andienung, in weitem Umfange angewendet.

2. Das Skontrierungssystem.

Zur Abwicklung eines grösseren Umsatzes in Wertpapieren ist die Kontenabrechnung der Liquidationsinstitute das geeignetste Verfahren. Es findet auf allen Börsenplätzen für die Ultimoliquidation Anwendung. Die Liquidationsinstitute im Effektenterminverkehr sind gewöhnlich reine Clearingstellen für Menge- und Wertverrechnung von Wertpapieren — ähnlich den Clearingshäusern im Geldverkehr — nicht auch Garantieinstitute für die Erfüllung der BTG.

Die Skontrierung setzt eine zentrale Organisation und einen bestimmten Teilnehmerkreis voraus. Zur Durchführung der Ultimoliquidation sind an jedem grösseren Börsenplatz Liquidationsvereine (Saldierungsvereine oder dergl.) gegründet worden, so z. B. in Zürich. 3) Dem Liquidationsverband gehören zur Hauptsache die ständigen Börsenbesucher (Börsenfirmen) an. Diese schliessen regelmässig im Laufe eines Monats eine grosse Anzahl gleichartiger Geschäfte in denselben Wertpapieren, jedoch mit verschiedenen Gegenkontrahenten ab. An einer vom Verband bestimmten Zentralstelle, gewöhnlich einem Bankinstitut, gleichen die Mitglieder ihre sämtlichen Ansprüche und Verpflichtungen aus den BTG gegen einander aus.

Das Skontrierungsverfahren beruht auf dem Grundsatz der doppelten Buchhaltung. Die Zentralstelle ermittelt die Abnahme- und Bezugspflichtigen durch Gegenüberstellung der Lieferungs- und Bezugsposten in dem von ihr geführten Konto. Einzig die Salden müssen beglichen werden.

Die Zentralstelle kann vom Verband entweder beauftragt sein, nur die nicht glattgestellten Mitglieder zu ermitteln oder die gesamte Terminabwicklung durchzuführen. Im ersteren Fall findet die Uebergabe der Titel und die Zahlungsregulierung unter den Mitgliedern

1) Rule, 122: Procedure on Tickets-days, vgl. Brändl, S. 593.

2) Italienisches Dekret, Art. 42, vgl. Brändl, S. 593.

3) Basel und Genf kennen keinen solchen Verband. Die konzessionierten Firmen nehmen unmittelbar an der Liquidation teil. Vgl. Büchi, S. 158.

selber statt. Jedem saldoberechtigten Mitglied werden durch die Zentralstelle so viele Lieferungspflichten eines saldoverpflichteten Mitgliedes überwiesen, wie zur Deckung der Forderung notwendig ist. Da die Liefernden und Abnehmenden gar nicht mit einander gehandelt zu haben brauchen, erfolgt die Uebergabe zu einem blossen Verrechnungskurs (Making-up-price). Der Börsenvorstand setzt für jedes zum Terminverkehr zugelassene Wertpapier auf jeden Liquidationstag einen besonderen Liquidationskurs fest. Dieser schliesst sich aus praktischen Erwägungen den während des Monats aufgezeichneten Kursen möglichst eng an. Die Wertbeträge der einzelnen Titel werden dadurch einheitlich und vertretbar. Der einzelne Teilnehmer zahlt oder erhält, je nach dem Ergebnis seiner Spekulation, den Unterschied zwischen dem Liquidationspreis und dem mit seinem Kontrahenten vereinbarten Kaufpreis.

Die höchste Vollendung erreicht die Skontration, wenn sie mit der Girozahlung verbunden wird. Durch die Giroumschreibung werden die Restschulden «bargeldlos» getilgt. Die Kosten des Geldversandes, die Arbeit des Geldzählens und der Geldprüfung werden erspart, eine bedeutende Verringerung des nötigen Bargeldbestandes erreicht. 1)

Die Technik und die einzelnen Abwicklungsphasen der Ultimoliquidation verfolgen wir an Hand des Reglementes über die Abwicklung des Wertschriften-Termin-Verkehrs unter den Mitgliedern des Effektenbörsenvereins Zürich. 2) Der Zürcher Liquidationsverband ist beauftragt, die gesamte Abwicklung aller an der Börse abgeschlossenen Termingeschäfte durchführen zu lassen. Die Terminliquidationen erfolgen durch die Zentralstelle mittelst Liquidationsbogen. Diese enthalten sämtliche dem Verbande angehörenden Firmen und alle in Liquidation gehandelten Wertpapiere. Der den Bogen Ausfertigende stellt auf der linken Seite sämtliche per Saldo an die einzelnen Mitglieder verkauften Titel und die zu empfangenden Beträge, auf der rechten Seite die per Saldo gekauften Titel und zu bezahlenden Beträge ein. Am Fusse des Bogens zählt er sowohl Titel als Geldbeträge zusammen und zieht die Bilanz, aus welcher ersichtlich ist, wieviel von jeder einzelnen Gattung Titel und Barschaft seine Firma an die Zentralstelle zu liefern oder von ihr zu empfangen hat. Die aus dieser summarischen Zusammenstellung sich ergebenden Salden werden sodann auf die vordere Seite des Bogens vorgetragen und bilden die Grundlagen des von der

1) An den deutschen Effektenbörsen besteht auch für die Effekten ein Giroverkehr. Er spielt sich in entsprechender Weise wie der Geldgiroverkehr ab, statt auf bargeldlose Zahlung ist er auf «stückelose Effektenlieferung» abgestellt. Die Lieferung erfolgt mittelst Checks, die zur Gutschrift, Abholen der Wertpapiere oder Verpfändung dienen. 1926 waren die Giroeffektendepots der einzelnen Börsenplätze zu einem einheitlichen Gironetz, das ganz Deutschland verband, zusammengefasst. Vgl. v. Gierke, Hb RW, 956.

2) Vgl. Zür. Termin-Clearing Regl. §§ 10, 11 und 12. In ähnlicher Weise erfolgt die Ultimoliquidation an der Basler und Genfer Effektenbörse.

Zentralstelle auszufertigenden Generalbogens über die Salden sämtlicher eingelieferten Liquidationsbogen. 1) Der Generalbogen muss in Soll und Haben, sowohl in Titeln als im Betrage balancieren.

Am zweitletzten Börsentag des Monats erfolgt die Lieferung der Titel und die zu leistenden Zahlungen an die Zentralstelle. Die Lieferung der Titel hat durch das einzelne Mitglied in offenen Umschlägen mit je 25 Aktien, Obligationen in Umschlägen im Höchstbetrag von Fr. 10,000.— nebst einem genauen Nummernverzeichnis mit aufgedruckter Kontrollnummer, sowie eines Empfangsscheines zu erfolgen. Die Umschläge sind mit einem Aufdruck zu versehen, in welchem das Datum der Liquidation, der Firmastempel des einliefernden Mitgliedes und die Kontrollnummer des Nummernverzeichnisses aufgeführt sind. (Weitere Einzelvorschriften vgl. § 11 des Regl.). Die Titelkontrolle durch die Zentralstelle erstreckt sich nur auf das Nachzählen der Stücke, die nähere Prüfung ist Sache des Empfängers. Die Zentralstelle übernimmt keinerlei Verantwortung, weder für die Gültigkeit der Titel, noch dafür, dass dieselben usanzgemässe Lieferung darstellen, d. h. mit den richtigen Coupons, Talons, Zessionen usw. vorgesehen sind. Sie stellt dem Einreicher der Titel nach vorgenommener Prüfung den Empfangsschein unterzeichnet wieder zu.

Sind alle Verpflichtungen der Verbandsmitglieder gegen die Zentralstelle pünktlich erfüllt, so erfolgt am Ultimo Auszahlung und Auslieferung der Titel gegen ordnungsgemäss unterzeichnete Empfangsscheine an diejenigen Firmen, deren Liquidationsbogen Titel- und Geldsaldi zu ihren Gunsten aufweisen (Regl. § 12).

Die hier in gekürzter Form wiedergegebene schematische Darstellung 2) veranschaulicht die zeitliche Folge der Operationen bei der Liquidation.

Drittletzter Börsentag vor Ultimo (Medio)

a) Prämienerklärung: Letzter Abschlusstag für die auf den Liquidationsbogen figurierenden Termingeschäfte.

b) Kompensationen: (Gegebenenfalls Verrechnungen aussenstehender Personen mit Verbandsmitgliedern).

Zweitletzter Börsentag vor Ultimo (Medio)

a) Anfertigung der Liquidationsbogen.

b) Punktieren der Liquidationsbogen (im Börsenlokal).

Letzter Börsentag vor Ultimo (Medio)

a) Ablieferung der Liquidationsbogen an die Zentralstelle.

b) Zahlung der schuldenden Firmen an die Zentralstelle.

1) Das Zür. Verfahren kennt keinen Liquidationskurs. Die Abrechnung findet zu den jeweils gehandelten Kursen statt, dadurch wird zeitraubendes Differenzrechnen vermieden.

2) Vgl. die schematische Darstellung im Hb der Zürcher Effektenbörse S. 86 f.

c) Lieferung der Titel an die Zentralstelle.

Ultimo (Medio)

a) Auslieferung der Titel durch die Zentralstelle.

b) Auszahlung der Zentralstelle.

III. Die Liquidation der Börsentermingeschäfte in Waren.

1. Das Institut der Andienung.

Die Liquidationsverfahren an den Warenterminbörsen können wir um den Rahmen der Arbeit nicht zu sprengen, nur in ganz groben Umrissen verfolgen. Die Warenbörsen sind in der Regel Einzelmärkte für den Verkehr einer bestimmten Ware oder einer Gruppe untereinander verwandter Waren. An den Sonderbörsen werden meistens Waren, die aus dem eigenen Lande stammen, selten solche fremder Herkunft gehandelt. Auf dem grossen Gebiet des börsenmässigen Warenhandels bestehen keine offiziellen Usanzen wie an den Wertpapierbörsen. Die Regelung der Geschäftsformen liegt hier meistens in den Händen sog. Interessentenvereine. An den Plätzen, wo Warenliquidationskassen bestehen, werden auch deren Reglemente, wenn sie für die Ordnung der BTG tatsächlich massgebend werden, als Börsenbrauch anzusehen sein. 1) Die Geschäftsbedingungen und Abwicklungsvorschriften sind durchwegs an jeder Börse und für jede Warengattung besonders festgesetzt, entsprechend den Bedürfnissen des betreffenden Handelszweiges und der besonderen Natur der Warengattungen.

Im Terminhandel kann der Verkäufer die Lieferung der Waren nicht auf einen bestimmten Tag zum voraus versprechen. Zur Zeit des Vertragsabschlusses sind die verkauften Waren gewöhnlich noch nicht vorhanden. Dem Verkäufer muss daher eine bestimmte Lieferfrist eingeräumt werden. Sie erstreckt sich nach den Eigenheiten des betreffenden Handelszweiges und des Börsenplatzes von einem Monat bis zu drei Monaten; am üblichsten sind die Monatstermine, so durchwegs an den amerikanischen Warenterminbörsen. Die Lieferung der Ware ist nur in den durch die Usanzen bestimmten Monaten (aktive Terminmonate) statthaft, im Gegensatz zu den Lieferungsgeschäften, wie sie z. B. im Importhandel vorkommen. Die Lieferungsmonate sind z. T. durch die natürlichen Produktionsverhältnisse der Waren gegeben. Die Lieferfrist (Andienungszeitraum) ist nicht zu verwechseln mit dem Vertragstermin.

Der Verkäufer kündigt dem Käufer die Absicht zu liefern mittelst eines Andienungsscheines an. 2) Innerhalb der Lieferfrist hat der Verkäufer das Recht, nach vorangegangener usanzgemäßer

1) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 544.

2) Der Andienungsschein (Kündigungsschein, franz. filière, engl. tender), gewöhnlich für jede Schlusseinheit ein besonderer Schein, enthält Angaben über den Lagerort der Ware, ferner einen Vermerk für den Käufer, wie er über die Ware verfügen will.

Ankündigung die Ware jeden Tag zu liefern. Für den Käufer ist diese Bestimmung nachteilig, denn er muss während des ganzen Lieferungsmonates zur Abnahme und Lagerung einer grossen Warenmenge bereit sein. Hat der Verkäufer die Ware an der Börse weiterverkauft, so überträgt er durch Indossament den Andienungsschein auf seinen Käufer. Der Andienungsschein dient, wie das Ticket in der Effekten-Termin-Liquidation, zur Ermittlung desjenigen, der tatsächlich die Ware beziehen muss, weil er sie nicht weiter verkauft hat. Das Vertrauen der Kontrahenten auf die richtige Vertragserfüllung ist im Warenhandel stark ausgeprägt.

Rechtlich und technisch kann das Institut der Andienung durch verschiedene Einrichtungen vervollkommnet werden. An vielen Börsenplätzen befinden sich Kündigungsbureaux, die den Umlauf der Andienungsscheine überwachen oder besorgen. Zur Erleichterung des Zahlungsausgleiches setzen sie einen Verrechnungskurs, den Kündigungspreis, fest. An den meisten Börsenplätzen können nur die dort ansäßigen, konzessionierten Firmen Andienungsscheine ausstellen. Die Waren dürfen geringfügige Abweichungen von den Lieferungsbedingungen aufweisen. Die zulässigen Grenzen, innerhalb deren sich der Mehr- oder Minderwert der Qualität bewegen darf, ist in den Geschäftsbedingungen bestimmt. Die Beschaffenheit der Ware wird vor der Lieferung durch ein vom Börsenvorstand bestimmtes Schiedsgericht (Sachverständigenkommission) geprüft und bescheinigt. Dadurch ist die Qualitätsbestimmung auf einwandfreie Weise möglich. Für die erlaubten Abweichungen vom Standardmuster setzen die Sachverständigen bei schlechterer Qualität Abschläge und bei besserer Qualität Zuschläge zum Vertragspreis fest. Die Lieferbarkeitsbescheinigung wird mit der Andienung dem letzten Verkäufer übergeben. Bei den meisten Waren ist es dem Verkäufer gestattet einige Prozente mehr oder weniger, als die Schlusseinheit beträgt, zu liefern. 1) Das erlaubte Mehr- oder Mindergewicht wird nicht zum Vertragspreis, sondern zum Preise des Abrechnungstages berechnet. Die Ware ist mit dem durch die Arbitrage festgesetzten Minderwert abzunehmen. Um umlaufsfähig, (indossabel) und beweiskräftig zu sein, sind die Andienungsscheine vom Börsensyndikat zu beglaubigen und vom Lagerhalter zu bestätigen. Die Geschäftsbedingungen bezeichnen genau die Stelle, wo sich die Ware befinden muß, z. B. im Lagerhaus X, fob Hamburg usw.

Statt der Ware kann der Verkäufer auch an einzelnen Börsenplätzen gemäss den Handelsusanzen über sie ausgestellte Urkunden (Lagerscheine, Ladescheine) mit bestimmter Lieferfrist übergeben. Dies ist besonders im Metallhandel üblich. 2) Die An-

1) Die Gewichtstoleranz für Getreide beträgt gewöhnlich 5 Prozent, weil sich der Feuchtigkeitsgehalt des Getreides und damit dessen Gewicht je nach der Witterung verändert; bei Kaffee z. B. Rio oder Santos ist eine Gewichtstoleranz von 2 Prozent zulässig.

2) An der Glasgower Börse: Eisen-Warrent der store-keepers, an der Chicagoer Getreidebörse: Elevator-Zertifikate der regular Warehouses, vgl. Brändl, S. 589.

dienungsscheine haben nicht den Charakter der erwähnten Warenpapiere. Je feiner die Technik der Abwicklung mittelst der Andienung ausgestaltet wird, umsomehr erhöht sich die Vertretbarkeit der einzelnen BTG, umso leichter und rascher spielt sich der Terminverkehr ab.

2. Die Warenliquidationskasse.

Die erhebliche Unbeständigkeit der Preise für die Waren des Terminhandels, die bis zu mehreren Monaten hinausgeschobenen Erfüllungsfristen liessen das Bedürfnis nach Sicherheit für die Erfüllung der von den Vertragsparteien übernommenen Pflichten entstehen. Um stets leistungsfähige Gegenkontrahenten zu haben, war es der Wunsch des Grosshandels, die letzte Besonderheit vertretbar zu machen, nämlich die Kreditwürdigkeit und die Zahlungsfähigkeit der Teilnehmer am Terminverkehr. An vielen Börsenplätzen sind zu diesem Zweck Warenliquidationskassen (franz. caisses de liquidation, engl. produce clearing houses). Diese garantieren den Beteiligten ordnungsgemässe Vertragserfüllung und besorgen zugleich die gesamte Liquidation aller an der Warenbörse abgeschlossenen BTG. Die Warenliquidationskassen sind selbständige Unternehmungen, meistens Aktiengesellschaften.

Die Teilnehmer am Terminverkehr sind gewöhnlich durch Börsenbrauch verpflichtet, alle abgeschlossenen Verträge der Liquidationskasse anzumelden. Sie schiebt sich als Selbstkontrahentin zwischen die beiden Vertragsparteien zu dem von ihnen vereinbarten Preise ein. Sie kauft nur soviel, als sie gleichzeitig wieder verkaufen kann. Sie übergibt beiden Parteien eine Bescheinigung über ihre Haftung, den Liquidationsschein. Zur Deckung der Kosten und etwaiger Verluste erhebt sie eine Registrierungsgebühr. Die beiden Kontrahenten haben ausserdem Einschüsse zu leisten. Die Originaleinschüsse (franz. marges oder dépôts originaires, engl. original margin) variieren in der Höhe von 2—10 Prozent des Warenwertes. Sie sind innert einer kurzen Frist (z. B. 24 Std.) in bar bei der Bank der Liquidationskasse zu bezahlen. Die Liquidationskasse kann in der Regel ohne Grundangabe höhere Einschüsse verlangen. Mit Ausnahme aller amerikanischen Märkte werden die Einschüsse verzinst. Die Liquidationskasse stellt gewöhnlich täglich nach den Warenpreisen das Verhältnis der Deckung auf den einzelnen Konten fest. Sie fordert Nachschüsse (marges, variation margins) ein, wenn infolge einer Kursveränderung die Einschüsse den Unterschied zwischen Vertrags- und Tagespreis nicht mehr decken. Es besteht Nachschusspflicht. Wird einer Nachschussforderung nicht innerhalb der festgesetzten Frist Folge geleistet, schreitet die Liquidationskasse zum Selbsthilfeverkauf, bezw. zum -Kauf (Zwangsliquidation). Die säumige Partei haftet der Liquidationskasse bis der von ihr verursachte Schaden vollständig gedeckt ist.

Durch die Liquidationskassen wird der Terminhandel äusserst zentralisiert und vereinfacht. Die Andienungsscheine laufen bei ihr

von selbst zusammen. Der Verkäufer dient der Liquidationskasse an. Diese gibt den Andienungsschein einem ihrer Gegenkontrahenten, der die entsprechende Ware von ihr zu fordern berechtigt ist. Lieferung und Abnahme erfolgen unmittelbar zwischen den von der Liquitationskasse Zusammengeführten.

Die meisten Liquidationskassen, z. B. die Havreser, übergeben den Kontrahenten für jeden Vertrag den sie eintragen ein «bulletin d'achat» bezw. ein «bulletin de vente». Bringt ein Spekulant der Liquidationskasse zwei entsprechende Liquidationsscheine, wird die Preisdifferenz sofort errechnet und ausbezahlt, bezw. eingefordert. Findet diese Verrechnung vor dem Liquidationstermin statt, wird auf den Preisen ein auf den Liefertermin berechneter Diskont in Abzug gebracht, bezw. hinzugezählt. Der Spekulant gelangt schon vor der beendigten Gesamtliquidation zu seinem Spekulationsergebnis und erhält gleichzeitig seine Einschüsse zurück.

In gewissen Terminhandelszweigen bildet sich eine neuere Form der Warenliquidationskassen aus. Bankinstitute übernahmen die Garantiefunktion. Die als Warenliquidationskasse dienende Bank tritt nicht als Gegenkontrahentin zwischen den Käufer und Verkäufer ein, sie übernimmt den Kontrahenten gegenüber einzig die Garantie für die ordnungsgemässe Erfüllung der von ihnen abgeschlossenen Verträge. Dadurch wird die doppelte Vereinbarung des Geschäftes, die auch der wirtschaftlichen Natur des Vorganges nicht gemäss ist, vermieden. Die beiden Kontrahenten legen der Bank die auf ihren Namen lautenden Schlußnoten zur Garantiebescheinigung vor. In gleicher Weise wie bei der älteren Form der Liquidationskassen werden die Geschäfte von den Bankinstituten abgewickelt. Sie «verrechnen» die für die gleiche Partei verbuchten, entsprechenden Verkaufs- und Kaufverträge, ohne Rücksicht darauf, wer der Gegenkontrahent dieser Vertragspartei ist. Die Andienung erfolgt auch hier an die Liquidationskasse, ebenso die Zahlung des Kaufpreises.Im Metallhandel ist diese neue Form hauptsächlich verbreitet. Für einen Bankbetrieb liegt es näher, nur Garantieverpflichtungen als Warenlieferungspflichten zu übernehmen. 1)

§ 7. Die rechtliche Natur der Abwicklungsvorgänge

Ueber die Rechtsfiguren, die den einzelnen Abwicklungsvorgängen zu Grunde liegen, gehen die Meinungen im Schrifttum auseinander. Schon die rein tatsächlichen Abwicklungsvorgänge weichen an jedem Börsenplatz etwas von den andern ab. Die in der Literatur vorhandenen rechtlichen Konstruktionen erscheinen künstlich und kompliziert. Treffend schreibt Fehr in seinem Buche «Recht und Wirklichkeit», 2) dass auf den Gebieten des Bankverkehrs und der Börsen die Rechtsdynamik sich in höchster Potenz zeige. «Die

1) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 576.

2) Fehr, S. 108.

Institute wissen es selbst am besten. Daher eilen die vielen Vorschriften der Banken für ihren Kundenkreis, die Börsenordnungen und Börsenusanzen weit dem kodifizierten Recht voraus.» Die forensische Bedeutung der Abwicklungsvorgänge ist gering. Alle Streitigkeiten, die anlässlich der Liquitation der BTG entstehen, werden als Streitigkeiten über Börseninnengeschäfte endgültig durch das ständige Börsenschiedsgericht entschieden.

Betrachten wir einige der verbreitetsten rechtlichen Konstruktionen der Abwicklungsvorgänge in den verschiedenen Verfahren:

I. Ticketsystem und Institut der Andienung.

In der Beschreibung dieser Verfahren haben wir festgestellt:

1. In einer Kette wird effektiv nur zwischen dem ersten und letzten Gliede erfüllt.
2. In einem Ring gibt es keine Effektiverfüllung.

Sehr verbreitet ist die Ansicht, 1) dass das Ticket und die Andienung rechtlich eineAnweisung seien. DieAnweisung bezweckt, die Forderungen aus denjenigen BTG, die eine Kette bilden, dadurch zu tilgen, dass der letzte Schuldner unmittelbar an den ersten erfüllt. Der Umlauf der Tickets und der Kündigungsscheine stellt eine derartige Anweisung dar, die gleichzeitig den Charakter einer Geld- wie einer Warenanweisung besitzt. 2) Die Kontrahenten sind durch die Usanzen berechtigt, Lieferung bezw. Abnahme an Dritte zu überweisen. Die Zwischenglieder werden von ihren Verpflichtungen aus dem Kaufvertrag erst befreit, wenn der in der Anweisung enthaltene Erfüllungsversuch zur tatsächlichen Erfüllung wird, wenn das erste Glied die Waren an das letzte Glied übertragen hat.

Nach der Ansicht Trumplers 3) werden Forderungen, die einen Ring bilden durch die Skontration getilgt. In einem Ring «werden die wechselseitigen Forderungen auf Lieferung des Kaufgegenstandes und Bezahlung des Kaufpreises in der Weise getilgt, dass das einzelne Glied des Ringes, gestützt auf ein Vertragsverhältnis (Skontrationsvertrag, pactum de scontrando), auf dem ihm gegen ein anderes Mitglied zustehenden Anspruch verzichtet, wogegen ihm eine gleichwertige Verpflichtung gegenüber einem dritten Gliede des Ringes von diesem erlassen wird.» 4)

Nussbaum 5) ist anderer Meinung: «Sicher ist, dass die Andienung nicht den Charakter der Anweisung hat und auch nicht haben kann». Nach seiner Ansicht ermächtigt die Andienung weder deren Empfänger, die Ware von einem Dritten im eigenen Namen zu erheben, noch weist sie eine dritte Person an, an den Empfänger zu leisten; ebenso wenig wird durch sie der Lieferungsanspruch abge-

1) Vgl. Trumpler, S. 432, Huber, S. 16 ff., Fisch, S. 10, Düringer-Hachenburg-Breit HGB III, 483.

2) Vgl. Trumpler, S. 432, Huber, S. 16.

3) Trumpler, S. 434, ebenso Huber, S. 18.

4) Vgl. Huber, S. 18.

5) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 573.

treten. Sie sei vielmehr eine börsenübliche verstärkte Aufforderung zur Abnahme der Ware mit der Ermächtigung des Andienungsempfängers, die Annahme an eine dritte Person zu überweisen. 1) Diese Ansicht kommt dem wirtschaftlichen Sachverhalt am nächsten. Sie entspricht überdies auch dem Wortlaut des deutschen Börsengesetzes. 2)

Die Andienung überführt die durch Vertragsabschluß begründete Gattungsschuld in eine individuelle, denn sie muß die Ware konkret (nach Qualität, Lagerort usw.) angeben. Der Verkäufer gerät in Verzug, wenn er nach vorangegangener Andienung nicht vertragsmässige Ware anbietet. 3)

Obwohl die Zwischenglieder der Kette nicht effektiv erfüllen, sind Kaufgeschäfte mit ernstem Verpflichtungswillen abgeschlossen und daher voll rechtswirksam. Wird einmal erfüllt (vom Verkäufer A an den Käufer Z), so gelten damit sämtliche BTG der Kette als erfüllt. Auch in einem Ring darf aus der fehlenden Effektiverfüllung nicht geschlossen werden, die Vertragsparteien hätten keine vollgültige Kaufgeschäfte abschliessen wollen. Nur der Zufall hat ja die Beteiligten zu einem Ring zusammengeschlossen. Als einzige Leistung, die angeboten und gefordert werden kann, bleibt die Zahlung einer Preisdifferenz übrig. Kommen Teilnehmer einer Kette oder eines Ringes mit ihren Verpflichtungen in Verzug, so werden sie gemäss den Usanzen schadenersatzpflichtig (Zwangsregulierung). Jeder Teilnehmer kann direkt gegen den Kontrahenten vorgehen, mit dem er den Vertrag abschloss.

II. Das Skontrierungsverfahren.

Rechtlich kleidet sich der Liquidationsverband häufig in die Form eines Vereines, so auf dem Platz Zürich. Dem Zürcher Liquidationsverband gehören sämtliche Mitglieder des Zürcher Effektenbörsenvereins an. Dieser Verein wird weitgehend vom öffentlichen Recht beherrscht und besitzt den Charakter einer Zwangskorporation 4) sämtlicher Firmen, die im Besitze einer staatlichen Bewilligung sind (Statuten § 1).

Das Zürcher Termin-Clearing-Reglement ist seiner rechtlichen Natur nach eine über die Abwicklung des Wertschriften-Termin-Verkehrs unter den Mitgliedern abgeschlossene Konvention und bildet als solche eine Usanze des Platzes Zürich (vgl. § 5, I). Den Umfang des Abwicklungszwanges bestimmt § 5 des Zür. Termin-Clearin-Regl. wie folgt: «Jeder, der mit einem Verbandsmitglied nach Zürcher Börsenusanz Geschäfte abgeschlossen hat, ist verpflichtet, sich an den Liquidationsmodus zu halten». 5)

1) Gleicher Meinung ist Brändl, S. 589 f.
2) Vgl. BörsG 1908, § 67 II.
3) Vgl. z. B. BörsG 1908, § 62.
4) Vgl. Büchi, S. 158, Motschmann, S. 78.
5) Vgl. Spezialregl. der Bas. Börse für die Ultimoliquidation durch eine Zentralstelle §§ 1 und 2.

Das Liquidationsverfahren der BTG stellt sich begrifflich als ein Sonderfall der auch auf andern Gebieten gebräuchlichen Skontration (Clearing) dar. Für die Skontration ist es nicht begriffsnotwendig, dass nur in Geld zu leistende Zahlungen abgerechnet werden können. Es können auch andere Leistungen als abstrakte Summenschulden, z. B.: Wertpapier- oder Warenlieferungspflichten abgerechnet werden. Unter einem Skontrationsvertrag verstehen wir ein Abkommen über eine eigenartige Abrechnung gegenseitiger Forderungen und Schulden unter mindest drei Personen zur möglichsten Vermeidung effektiver Leistungen. Die Besonderheit der Abwicklung der BTG besteht darin, dass mit den Lieferungspflichten gleichzeitig auch die daraus entstandenen Geldforderungen abgerechnet werden.

Die Skontration wird von vielen Schriftstellern 1) in eine Reihe juristischer Einzelakte zerlegt. Je nach der juristischen Konstruktion des Abrechnungsverfahrens, werden den Abwicklungsvorgängen bestimmte Rechtsfiguren zu Grunde gelegt. 2) Wir können die verschiedenen Theorien über die rechtliche Konstruktion des Abwicklungsverfahrens in zwei Hauptgruppen teilen:

1. In Theorien, die den Abrechnungsverein zwischen die Parteien schieben, zwecks Uebernahme der Schulden und Forderungen der Mitglieder.
2. Theorien, die den Abrechnungsverein nicht zwischen die Parteien schieben zur Vermittlung der Skontration.

Wie wir bei der Beschreibung der rein tatsächlichen Vorgänge festgestellt haben, fertigen die Verbandsmitglieder die Liquidationsbogen für die Zentralstelle aus. Sie verrechnen dabei sämtliche gleichartige Forderungen, die ihnen aus den gegenseitigen Geschäftsabschlüssen zustehen. Darauf kommen sie zur Punktierung der Liquidationsbogen zusammen. Huber 3) erblickt nach stattgefundener Punktierung in der jeweiligen Uebereinstimmung der Saldi in den beiden Liquidationsbogen der Gegenkontrahenten den Untergang der urspünglichen Forderungen aus den einzelnen Geschäftsabschlüssen. Gegen diese Ansicht, welche der Punktierung die gleiche novatorischeWirkung wie einer Saldoanerkennung im Kontokorrentverkehr beilegt, spricht die Praxis. Die Punktierung dient der Aufdeckung allfälliger Fehler, um eine reibungslose Abwicklung zu gewähren. Eine rechtliche Wirkung kommt ihr nicht zu. Werden Fehler nach der Abwicklung entdeckt, so können die Geschäfte von den unmittelbar betroffenen Kontrahenten immer noch auf die richtige Grundlage gestellt werden.

1) Eine ausführliche Darstellung der Theorien befindet sich bei Hess, S. 71 ff.

2) Z. B. Cohn in Endemann Hb III, 1072: zerlegt die Skontration in Zessionen, Kompensationen, Rückzessionen.

3) Vgl. Huber, S. 20.

Die Theorien, die den Liquidationsverband zwischen die Mitglieder schieben, sehen in diesem Vorgang eine Zession der Forderungen an den Verein oder eine Einwerfung in das Vereinsvermögen und damit eine Wandlung der bisherigen Lieferungspflichten und Ansprüchen in anteilmässige Berechtigung und Verpflichtung aus der Gesamtsumme der in die Gemeinschaft eingeworfenen Forderungen. 1) Diese Theorien sind wirklichkeitsfremde Konstruktionen.

Der Verein will lediglich der technischen Durchführung der Liquidation dienen. 2) Das Zür. Termin-Clearing.-Regl. bestimmt ausdrücklich in § 7, dass keine Solidarität der Verbandsmitglieder gegenüber der Zentralstelle besteht (vgl. ferner § 11, VII des Regl). Zahlungsunfähige Mitglieder werden von der Liquidation ausgeschlossen, wenn die vorhandene Kaution nicht genügt, um die Liquidation ohne Verlust der Beteiligten durchzuführen.

In einem geschlossenen Personenkreis, in dem die Einzelnen gegenseitig Schuldner und Gläubiger sind, muss jedem Aktivposten ein Passivposten gegenüberstehen. Die Summe aller Aktivsaldi muss der Summe aller Passivsaldi entsprechen. Bei einem grossen Teil der Mitglieder wird die Summe der Ansprüche und Verpflichtungen in derselben Titelart gleich gross sein, ebenso annähernd in den Geldbeträgen. Durch die Einreichung der Liquidationsbogen an die Abrechnungsstelle erklären sich die Mitglieder stillschweigend zur Skontration bereit. Sämtliche der Zentralstelle zur Abrechnung eingereichten Forderungen und Schulden werden endgültig getilgt, wenn die Passivbeteiligten den ihnen von der Zentralstelle zugewiesenen Aktivbeteiligten die Effektentitel, bezw. Geldbeträge gemäss ihren Saldi geliefert, bezw. bezahlt haben. 3)

Wo eine Garantieleistung des Liquidationsvereines besteht, beruht sie auf einem besonderen Rechtsgrund, der zum Skontrationsvertrag hinzutritt. 4)

III. Die Warenliquidationskassen.

1. Das ältere Verfahren.

An den Warenliquidationskassen findet keine eigentliche Skontration statt, denn es bestehen keine Forderungen zwischen mehr als zwei Personen. Die Liquidationskasse tritt in jedes BTG als alleiniger Vertragsgegner zwischen Käufer und Verkäufer ein. Dadurch wird ein Rechtssubjekt, nämlich die Liquidationskasse, an allen Terminabschlüssen beteiligt. Ein Rechtsverhältnis zwischen den beiden Personen, die das eigentliche Geschäft miteinander abschlies-

1) Vgl. Trumpler, S. 444, Huber, S. 21.

2) ME.

3) ME. Vgl. Nussbaum, Kom. S. 249; a. M. in Ehrenberg, S. 571.

4) Die deutschen Effektenliquidationskassen der Nachkriegszeit (1925—31) wurden zu Garantieinstituten umgestaltet. Es gab Institute mit voller Verlustumlage, mit teilweiser und ohne Verlustumlage auf die Mitglieder, Vgl. Ammenhäuser, S. 116.

sen wollten, kommt nicht zustande. Zwischen der Liquidationskasse einerseits und den einzelnen Käufern und Verkäufern anderseits werden Kaufverträge abgeschlossen. Die Usanzen sowie das Regulativ der Liquidationskasse regeln im einzelnen die rechtlichen Wirkungen des Kaufes. Die Geschäfte werden in der Hauptsache durch das rechtliche Mittel der Verrechnung und zum kleineren Teil durch Effektiverfüllung abgewickelt.

a) Die Verrechnung. Hat jemand auf denselben Termin entsprechende Mengen Waren gekauft und verkauft, so sind gleichartige Forderungen zwischen ihm und der Liquidationskasse begründet worden. Die Liquidationskasse tilgt die wechselseitigen Forderungen aus den Kaufverträgen durch Verrechnung. Forderung und Gegenforderung auf Lieferung lassen sich restlos verrechnen, Forderung und Gegenforderung auf Zahlung des Kaufpreises bis auf die Differenz von Einkaufs- und Verkaufspreis. Diese Differenz muss bar bezahlt werden, womit sämtliche Forderungen untergehen.

b) Durch Uebergabe, Abnahme und Zahlung der Ware.

aa) Der Liquidationskasse wird die lieferbare Ware durch einen Verkäufer angedient. Durch den Kündigungsschein wird die Liquidationskasse in Stand gesetzt, über die Ware zu verfügen. Sie zahlt dem Verkäufer ihren Kaufpreis.

bb) Die Liquidationskasse händigt einem ihrer Käufer, mit dem sie ein entsprechendes Geschäft abgeschlossen hat, den Kündigungsschein gegen Bezahlung seines Kaufpreises aus.

2. Das neuere Verfahren.

Hier schließt die als Liquidationskasse dienende Bank mit jedem der beiden Kontrahenten — die ihr die Schlussnoten zum Vermerk vorlegen — einen Garantievertrag ab. Die Liquidationskasse wird schon im Zeitpunkt des Abschlusses des Garantievertrages ermächtigt, gemäss dem Regulativ über die aus dem Geschäft hervorgegangenen Forderungen der Kontrahenten durch Verrechnung zu verfügen, ferner zur Entgegennahme der Andienung und der Leistung. 1)

IV. Zusammenfassung.

Jedes an der Börse abgeschlossene BTG ist auf effektiven Umsatz gerichtet. Im Börseninnenverkehr weiss jeder Teilnehmer, dass, wer auf einen bestimmten Zeitpunkt verkauft hat, auch auf diesen Zeitpunkt liefern muss, und wer auf einen bestimmten Zeitpunkt gekauft hat, auch an diesem Zeitpunkt abnehmen und bezahlen muss. Sonst wäre es nicht verständlich, warum die in die Enge getriebenen Baissiers gegen Monatsende durch Deckungskäufe die Kurse hinauftreiben oder umgekehrt die Haussiers durch Entlastungsverkäufe die Kurse drücken oder durch Reportgeschäfte ihre Verpflichtungen auf Dritte übertragen. Rechtlich ist es vollständig gleichgültig, wenn die Kontrahenten beim Abschluß der BTG gegen-

1) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 576.

seitig voneinander wissen, dass keiner von ihnen den übernommenen Verpflichtungen persönlich nachkommen, sondern seine Verpflichtungen statt «effektiv» durch Verschaffung gleichwertiger Ansprüche an einen Dritten tilgen will. Nach der Ansicht des Bundesgerichts 1) bildet in diesem Fall die Liquidation «ein Surrogat des Güterumsatzes». Die Kontrahenten haften für die richtige Erfüllung der Verpflichtungen, selbst wenn sie die übernommenen Verpflichtungen nicht persönlich zu erfüllen beabsichtigen. Aus Börseninnengeschäften entstehen stets klagbare Forderungen.

§ 8. Die Börsenaussengeschäfte.

I. Rechtsgrundsätze für den Effektenterminhandel zwischen Bank und Kunden.

1. Allgemeines.

In der Schweiz und in Deutschland wird der Verkehr zwischen Wertpapierbörse und Publikum regelmässig durch Banken und Bankiers besorgt. Die Banken übernehmen die Börsenaufträge des Publikums und führen sie an der Börse selber oder durch Dritte aus. Nach allgemeiner Auffassung sind die Banken bei der Vermittlung der Effektengeschäfte rechtlich dem Kommissionär gleichgestellt (Art. 425 ff OR). Es liegt aber im Wesen des Börsenhandels, dass dies nicht der gewöhnliche Kommissionsvertrag sein kann. Die Geschäftsbedingungen der Grossbanken, die in ihren wesentlichen Punkten für alle Banken übereinstimmen, haben die allgemein gesetzlichen Normen des Kommissionsvertrages der besonderen Natur des Börseneffektenhandels entsprechend abgeändert und ergänzt. 2)

Die Kommissionsgeschäfte, die die Ausführung von Börsengeschäften zum Gegenstand haben, unterliegen grundsätzlich den Usanzen derjenigen Börse, an welcher das Geschäft ausgeführt werden soll. Für die Ultimogeschäfte und bedingten Zeitgeschäfte ergibt sich die Notwendigkeit, die Börsenusanzen anzuwenden, schon aus der Art der Geschäfte, die eben nur als Börsengeschäfte denkbar sind. Die Börsengebräuche können indessen auf den Aussenseiter lediglich soweit angewendet werden, als sie nicht die Zugehörigkeit zum Kreise der Börsenbesucher oder zum Liquidationsverein erfordern. So sind die Usanzen massgebend für die Bestimmung der Lieferbarkeit von Effekten, für eine etwaige Zwangsregulierung und für die Lieferungszeit.

Rechtlich beurteilen sich die Geschäfte zwischen Bank und Kunden vor allem nach den Geschäftsbedingungen der Bank (Kontokorrentbedingungen). Doch müssen diese in jedem einzelnen Falle

1) BGE 61 II 119, 58 II 55.

2) Vgl. Blumer, S. 29.

vom Kunden genehmigt werden. Dies kann stillschweigend geschehen, etwa, wenn die Bank dem Kunden die Geschäftsbedingungen übersendet und der Kunde darauf den Geschäftsverkehr fortsetzt. Die Vertragsmodalitäten werden somit durch die allgemeinen Kontokorrentbedingungen der Bank der Kundschaft auferlegt. 1)

Die Banken und Bankiers vermitteln sämtliche Kaufs- und Verkaufsaufträge von Effekten im eigenen Namen und auf eigene Verantwortung. Sie nehmen für die an der Börse ausgeführten BTG an der Ultimoliquidation teil. Die ausgeführten Aufträge rechnen sie einzeln mit dem Auftraggeber ab. Die Liquidation der Börsenaussengeschäfte kann im Unterschied zur allgemeinen Abwicklung der Börseninnengeschäfte durch eine Liquidationsstelle als einfache Liquidation bezeichnet werden.

Die Börsenaussengeschäfte bewegen sich gewöhnlich im Rahmen einer dauernden Geschäftsverbindung und zwar des Kontokorrentverkehrs. Durch die Ausführung eines BTG übernimmt die Bank gegenüber dem Kommittenten ein unter Umständen bedeutendes Risiko für den Fall, daß der Kommittent am Ultimo nicht in der Lage sein sollte, seine Verpflichtungen zu erfüllen. Der Kommissionär verlangt daher eine Sicherheitsleistung. Deren Höhe (Einschüsse und etwaige Nachschüsse) richtet sich nach dem Konjunkturrisiko des Wertpapieres, welches Spekulationsobjekt ist, und nach der Kreditfähigkeit des einzelnen Kunden. 2) Der Kommissionär ist jedoch nur auf Grund einer Vereinbarung mit dem Kunden berechtigt, einen Einschuß oder Nachschüsse (Nachschussklausel) zu verlangen: ein usanzmässiges Recht darauf besteht nicht. Wird die verlangte Sicherheit nicht oder nicht rechtzeitig geleistet, stellt die Bank das Geschäft auch vor dem Stichtage sofort ganz oder in Teilbeträgen glatt. 3)

Die Bank hat die Ausführung des Auftrages unverzüglich ihren Kunden anzuzeigen (vgl. Art 426, I, OR). Das Ausführungsbestätigungsschreiben (gewöhnlich in Briefform) ist eine Anerkennung des abgeschlossenen Vertrages, dessen wesentliche Punkte wiederholt werden. Hat die Bank für den Kunden Wertpapiere gekauft, so anerkennt sie ihn für die Titel auf Stückekonto und belastet ihn zugleich mit dem Kaufpreis, hat sie für ihn verkauft, so belastet sie ihn auf Stückekonto und schreibt ihm den Verkaufspreis gut. Mit dem blossen Anerkennen auf Stückekonto wird lediglich ein An-

1) Vgl. Blumer, S. 8.

2) Für schweizerische Aktien beträgt der Einschuss meistens 30 Prozent, für ausländische bis zu 50 Prozent und mehr von der Kaufs- bezw. Verkaufssumme.

3) Die Kontokorrentbedingungen der Banken sehen vielfach das Recht vor, auch bei Bestehen einer Kündigungsfrist für das Kontokorrentverhältnis ihre Guthaben einfordern zu können, wenn der Kunde dem Verlangen Sicherheit zu leisten nicht innerhalb einer ihm gestellten Frist nachkommt.

spruch eingeräumt auf Lieferung der Wertpapiere am Ultimo nach vollendeter Bezahlung des Kaufpreises; denn vor dem Termin kommt die Lieferung nicht in Frage.

Die Bank muss genau wissen, auf welche Weise ihr Auftraggeber seine Terminoperationen bis zum Liquidationstermin beenden will. Der Kunde kann ein BTG auf verschiedene Weise abwickeln lassen:

1. Er kann seinen Verpflichtungen nachkommen, indem er effektiv erfüllt, d. h. die verkauften Wertpapiere liefert oder die gekauften bezieht und bezahlt. In diesen Fällen muss er seiner Bank rechtzeitig vor dem Abwicklungstermin die erforderlichen Beträge bezw. die verkauften Titel zur Verfügung stellen. — Die Effektiverfüllung kommt im Terminhandel nicht häufig vor.

2. Er kann die eingegangenen Terminverpflichtungen durch den Abschluss eines Gegengeschäftes lösen lassen. (Dies kann auch durch Kassageschäfte geschehen). — Im Terminhandel wird die überwiegende Anzahl der Unternehmungen glattgestellt.

3. Der Kunde kann seine Position reportieren lassen, wenn er nicht effektiv erfüllen oder glattstellen will. — Das für die Terminspekulation äusserst wichtige Reportgeschäft wird im Anhang zu diesem Abschnitt rechtlich und wirtschaftlich kurz zu würdigen sein. 1)

Die Banken behalten sich gewöhnlich das Recht vor, insofern ihnen nicht bis zu dem vierten Börsentage vor dem Lieferungs- und Zahltage bestimmte Weisungen erteilt werden, die schwebenden Verpflichtungen ihrer Kunden in BTG nach ihrem Ermessen entweder zu prolongieren oder durch die vereinbarten Leistungen zu lösen. 2)

Die Abrechnung mit dem Kunden findet erst am Ultimo statt, auch wenn der Kunde das Gegengeschäft mehrere Tage oder Wochen vor diesem Zeitpunkt abgeschlossen hat. Im Kontokorrentverkehr wird der Saldo gewöhnlich vierteljährlich gezogen. Hat der Kunde seine Spekulationsgeschäfte regelmässig glattgestellt, so ist das Stückekonto ausgeglichen, im Personenkonto ergibt der gezogene Saldo den Gewinn oder Verlust aus sämtlichen Terminunternehmungen während des verflossenen Zeitabschnittes. Der ganze Geschäftsverkehr spielte sich buchmässig auf den Kontoblättern der Bank ab. Nur mittelbar nämlich durch die Ausführungs- oder Deckungsgeschäfte der Bank wirken die Aufträge des Kunden auf den wirklichen Umsatz der gehandelten Wertpapiere, d. h. auf die Preisbildung am Terminmarkt ein. Eine Bewegung der jeweils gekauften und weiterverkauften Titel fand nie statt. Bis zur Differenzauszahlung am Ultimo oder am Ende der Kontokorrentperiode floss einzig die anlässlich der Buchungen auf Personen- und auf Stücke-

1) Vgl. S. 61 ff.

2) Vgl. Nussbaum, Bank- und Börsenrecht: 5. Allgemeine Geschäftsbedingungen einer Grossbank, S. 63.

konto von Art und Anzahl der gehandelten Wertpapiertitel und deren Kurse.

2. Der Selbsteintritt des Effektenkommissionärs.

Die Banken und Bankiers in der Schweiz und in Deutschland sind nicht nur als Kommissionäre tätig. Sie spekulieren daneben auf eigene Rechnung. Sie gewähren Report- und Lombardvorschüsse. Ein Kommissionär, der zugleich Eigenhändler ist, wird sich seinen Kunden gegenüber anders verhalten als ein reiner Kommissionär.

Darf die Bank, die beauftragt wird Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dem Kunden die gewünschten Titel, wenn sich diese zufällig in ihren Beständen befinden, liefern und darf sie die zu verkaufenden Titel selber erwerben? Darf sie zwei entgegengesetzte Börsenaufträge kompensieren? Darf sie grundsätzlich alle Börsenaufträge so ausführen, dass sie ihren Kunden stets als Käufer oder Verkäufer gegenübertritt? 1) Diese Fragen werden in der Gesetzgebung in den einzelnen Ländern verschieden beantwortet. Für die Gestaltung des Börsenhandels und für die gesamte Volkswirtschaft ist die Regelung dieser Frage von weitgehender Bedeutung. Lässt Gesetz oder Rechtsprechung dem Effektenkommissionär die Erledigung der Aufträge durch Selbsteintritt zu, so erlauben sie Kommissions- und Eigenhandel zu verbinden. Dadurch werden Börseninnengeschäfte und Börsenaussengeschäfte grundsätzlich getrennt.

Das OR und das HGB 2) gestatten dem Kommissionär den Selbsteintritt gegenüber dem Kommittenten. Das OR (Art. 437) vermutet den Selbsteintritt des Kommissionärs, wenn die gesetzlichen Voraussetzungen des Selbsteintrittes gegeben sind und wenn durch den Kommissionär keine anderen Personen als Käufer oder Verkäufer namhaft gemacht werden; nach dem HGB (§ 405) wird die reguläre, nicht auf dem Wege des Selbsteintrittes erfolgende Abwicklung des Auftrages angenommen, sofern der Kommissionär nichts anderes mitteilt. Der Selbsteintritt ist rechtlich ein Mischgeschäft, d. h. : als eine Verbindung von Kauf und Kommission zu betrachten. 3) Die hauptsächlichsten gesetzlichen Voraussetzungen des Selbsteintrittes sind das Bestehen eines Börsenkurses und das Fehlen eines Verbotes des Kommittenten. Die Grossbanken in Deutschland 4) und in der Schweiz behalten sich durchwegs in den Geschäftsbedingungen das Recht vor, die Börsenaufträge durch Selbsteintritt auszuführen. Die Banken wollen ihren Auftraggebern die zu kaufenden oder verkaufenden Wertpapiere in der Rechtsform des Kaufes übertragen, um dadurch ihre Rechenschaftspflicht als Kommissionär zu beschränken. Sie fühlen sich als Eigenhändler, die verpflichtet sind, ihren Kunden zu einem nach der Lage des Marktes möglichst günstigen Kurs zu bedienen.

1) Vgl. Blumer, S. 12.
2) OR, Art. 436—438, HGB, § 400—405.
3) Oser, Kom., S. 775.
4) Vgl. Nussbaum, Bank- und Börsenrecht, S. 61.

Das ZBG § 15, II verpflichtet die gewerbsmässigen Vermittler im Wertschriftenverkehr den Kunden Abschlussdokumente auszustellen mit der ausdrücklichen Angabe, ob der Auftrag durch Selbsteintritt oder in Kommission 1) ausgeführt worden ist. Im letzteren Fall ist der Kunde berechtigt, die Vorweisung des Abschlussdokumentes zwischen dem Vermittler und dem Dritten zu verlangen. An der Zürcher Börse hat sich aber die ungeschriebene Usanz herausgebildet, dass der Börsenagent seinem Auftraggeber immer als Selbstkontrahent gegenübertritt, auch wenn der Abschluß mit einem Dritten getätigt wurde. 2) Der Vermittler erscheint somit immer in den Abschlussdokumenten als Käufer oder Verkäufer. Der Auftraggeber hat den Vorteil, dass der Dritte nicht erfährt, für wessen Rechnung das Geschäft abgeschlossen wird. Das Deckungsgeschäft geht nicht auf Rechnung des Kommittenten, wie das reguläre Ausführungsgeschäft, sondern auf Rechnung der Bank. Wie beim gewöhnlichen Kommissionsgeschäft, ist auch im Effektenkommissionsgeschäft der Kommissionär verpflichtet, den wirtschaftlichen Erfolg eines mit einem Dritten abgeschlossenen Geschäftes auf den Kunden zu übertragen. Rechtlich ist aber das Deckungsgeschäft der Bank nicht mit dem Geschäft des Kunden verbunden. Dem Auftraggeber ist die Hauptsache das wirtschaftliche Ergebnis, ein günstiger Kurs, den er an Hand des Kursblattes überprüfen kann. Er ist meistens nicht sachverständig. Häufig muss er dem Kommissionär ein fast unkontrollierbares Vertrauen entgegenbringen, und öfters wird er nach dessen Beratungen handeln. 3) In einem solchen Vertragsverhältnis haben die Kommissionäre, die ringberechtigten Banken, ein Uebergewicht über den Kommittenten.

Der Kommissionär ist zu getreuer und sorgfältiger Geschäftsführung verpflichtet (Art. 398, II OR). Der Börsenkurs muss zu der Zeit bestanden haben, die für die Preisberechnung beim Selbsteintritt massgebend ist. Der Kommissionär ist berechtigt Aufträge durch Selbstschlüsse (Applikationen) an der Börse zu erledigen, wenn deren Ausführung nur auf diese Weise möglich wird (Kursfeststellung durch Applikation). 4)

Die fortlaufende (variable) Kursnotierung bringt die Gefahr einer Uebervorteilung des Kommittenten bei der Ausführung der Börsenaufträge durch Selbsteintritt in sich. Besonders bei den BTG können im Laufe einer Börsensitzung die Kursschwankungen gross sein. Es genügt nicht, dass der Kommissionär einen Börsenkurs berechnet, er hat vielmehr die Kursschwankungen zum Vorteil des Kommittenten auszunutzen.

1) Das ZBG spricht unkorrekterweise von einer Alternative der Ausführung «durch Selbsteintritt oder in Kommission»; auch die Ausführung durch Selbsteintritt ist eine solche in Kommission.

2) Vgl. Büchi, S. 92.

3) Vgl. Blumer, S. 12.

4) Vgl. Zür. BörsO § 8, Bas. Allg. Regl. § 6, VI.

Der Kunde kann durch nähere Bestimmung des Auftrages die Rechte und Pflichten der Bank begrenzen. Man unterscheidet zwischen «bestens» (at best) erteilten und «limitierten» (stop) Aufträgen. Die Bestensaufträge sind unverzüglich zu jedem Kurs auszuführen, falls nicht besondere Umstände ein weiteres Warten als geboten erscheinen lassen. Die limitierten Aufträge müssen ausgeführt werden, sobald das Limit erreicht wird. Auch die Zeit kann bestimmt werden. Die Ultimoaufträge werden üblicherweise limitiert erteilt. Befolgt der Kommissionär die Weisungen des Kommittenten nicht, so ist er diesem zum Ersatz des aus der Abweichung entstandenen Schadens verpflichtet. Unerheblich sind Abweichungen bei der Ausführung des Auftrages, wenn im Ergebnis derselbe Erfolg erzielt wird (z. B. Kauf an einem andern Börsenplatz). Kann der Kommissionär zu einem vorteilhafteren Kurse kaufen oder verkaufen, als der Kommittent vorausgesetzt hat, darf er die Differenz zwischen dem ihm angesetzten Mindestbetrag (Preislimite) und dem Kurs, zu dem das Geschäft tatsächlich abgeschlossen wurde, nicht selbst einstreichen. In Art. 428, III OR wird diese Pflicht des Kommissionärs noch besonders hervorgehoben, obwohl sie sich schon aus der Auslegung des Art. 398, II OR ergibt. Hat sich der Kommissionär einen Gewinn durch einen «Kursschnitt» angeeignet, so fällt sein Anspruch auf Provision dahin (Art. 433, I OR).

In der Schweiz und in Deutschland ist es oft schwer den einzelnen Fall festzustellen, wann Eigen- und wann Kommissionshandel vorliegt, obwohl Gesetz und Rechtssprechung streng Eigen- und Kommissionshandel voneinander unterscheiden. Der selbst eintretende Kommissionär kann die gewöhnliche Provision sowie die sonst regelmässig vorkommenden Unkosten berechnen (Art. 436, II OR). Die Provision spricht für ein Kommissionsgeschäft. Das Eigengeschäft folgt grundsätzlich der Norm des Kaufes, es bietet also rechtlich nichts besonderes. Der selbst eintretende Kommissionär wird Verkäufer oder Käufer und hat die entsprechenden Rechte und Pflichten, ausserdem bleibt er Kommissionär, teilweise mit besondern, abgewandelten Pflichten und Rechten. Dem Eigenhändler ist die Berechnung einer Provision nicht gestattet. Er hat seinen Gewinn in dem Unterschied zwischen Ein- und Verkaufspreis zu suchen. Die Rechtssprechung muss darauf Rücksicht nehmen, dass sich der Kommittent im allgemeinen nicht bewusst ist, ob ihm die Bank als Eigenhändler oder Kommissionär gegenübertritt. Wie im Kommissionsverhältnis haftet der Eigenhändler im Effektenhandel in der Regel dem Kunden für jedes Verschulden in der Erteilung von Rat und Auskunft, denn der Laie nimmt die Darbietung der Kenntnisse und Erfahrungen des Fachmanns in Anspruch. Eine gewisse Gleichstellung ergibt sich auch in Bezug des Zwangverkaufs, aus den Geschäftsbedingungen, die für beide Geschäfte gleichartig zu sein pflegen, und zum Teil auch aus den Börsenusanzen, soweit die Eigengeschäfte ihnen unterliegen. Die Banken, die zugleich Eigenhändler sind, haben ein Interesse, alle Börsenaufträge durch Selbst-

eintritt auszuführen, um von ihren eigenen Verhältnissen nichts aufdecken zu müssen.

Wirtschaftlich können dem Selbsteintritt drei verschiedene Vorgänge 1) zu Grunde liegen:

a) Der Kommissionär kompensiert korrespondierende Aufträge. Im Ultimoverkehr bedeutet Kompensation, daß die Bank das Risiko eines Geschäftes durch einen von einem andern Kunden in entgegengesetzter Richtung erteilten Auftrag ausgleicht. 2)

b) Der Kommissionär tritt selbst ein und schliesst darauf das Deckungsgeschäft an der Börse ab (Fiktiver Selbsteintritt). Der Selbsteintritt ist in diesem Falle eine Rechtsform. Die Ausführung des Auftrages durch ein Deckungsgeschäft bildet die Regel.

c) Die Bank will die zu verkaufenden Wertpapiere selber übernehmen oder die zu kaufenden Wertpapiere aus eigenen Beständen liefern. (Wirtschaftlicher Eintritt). In der Praxis spielt er eine geringe Rolle.

Im Terminhandel gibt der Selbsteintritt des Bankiers ohne Dekkungsgeschäft zu besonderen Fragen Anlass. Schliesst der selbsteintretende Kommissionär kein Deckungsgeschäft an der Börse gegen sein Risiko ab, so macht er das Geschäft «in sich». Er führt die ganzen Unternehmungen rein buchmässig auf dem Konto des Kunden durch. Empfiehlt er eine spekulative Unternehmung und führt dann die BTG nicht an der Börse aus, sondern tritt ohne Deckungsgeschäfte ein, so beweist er damit, dass er gegen den Kunden spekuliert hat. Der Kunde wird zur Anfechtung, wegen arglistiger Täuschung und zur Geltendmachung des Schadenersatzes berechtigt sein.

Die Zulässigkeit der Verbindung von Eigen- und Kommissionshandel in Deutschland und in der Schweiz erlaubte erst das Zusammendrängen der Börsenaufträge bei den Banken. Die Grossbanken sind in weitgehendem Masse in der Lage, Kaufs- und Verkaufsaufträge ihrer Kundschaft durch interne Kompensation ohne Inanspruchnahme der Börse zu erledigen. Nur die nicht ausgleichbaren Aufträge, die überschiessenden Spitzen, werden an der Börse ausgeführt. 3) An einem engen Markt kann schon ein geringes Angebot oder eine geringe Nachfrage die Kursbildung wesentlich beeinflussen. Die Börse neigt dazu eine Art Clearing-House der Grossbanken zu werden. 4)

---

1) Vgl. Die steuerrechtlich verschiedene Erfassung dieser Vorgänge in der VO zu dem BG über die Stempelabgaben Art. 49.

2) Vgl. Blumer, S. 39.

3) In Frankreich besteht ein Vermittlungsmonopol der agents de change. Der Zusammenhang der Innen- und Aussengeschäfte, sowie die beherrschende Stellung der Börse in der Kursbildung bleibt dadurch gewahrt.

4) Vgl. Müller-Erzbach, S. 578, Maag, S. 667 f.

II. Der ausserbörsliche Warenterminhandel.

In der Schweiz bestehen keine eigentlichen Warenbörsen. Von der Schweiz aus können BTG nur an den ausländischen Warenbörsen abgeschlossen werden. Die schweizerische Geschäftswelt lässt ihre Geschäfte in der Regel unmittelbar von einer an einer ausländischen Börse zugelassenen Brokerfirma ausführen, oder durch einen in der Schweiz ansässigen Agenten, der, entweder selbst Inhaber eines Börsensitzes ist oder nur die Vermittlung zwischen Kunden und dem ausländischen Kommissionshaus besorgt. 1) Die Agenten in der Schweiz sind indirekte Stellvertreter der ausländischen Firmen. Letztere nehmen die rechtliche Stellung eines Kommissionärs bei der Ausführung der von ihren Vertretern übermittelten Aufträge ein. Der Kommissionär haftet gegenüber der Börse bezw. dem Broker und der Kundschaft für die ordnungsgemässe Abwicklung der Geschäfte. Für die rechtliche Beurteilung des Geschäftsverkehrs zwischen Kommissionär und Kunden sind dessen Geschäftsbedingungen sowie die Usanzen der Warenbörsen und Reglemente der Liquidationskassen maßgebend.Die Rechtswirkungen aus dem Vertrag sind nach demjenigen örtlichen Recht zu beurteilen, das die Parteien beim Geschäftsabschluss als massgebend betrachten oder mit dessen Anwendung sie nach den Umständen rechnen mussten. Die effektive Erfüllung eines BTG hat immer an der ausländischen Warenbörse zu erfolgen, an der es ausgeführt wurde. Die Geschäftsbedingungen des Kommissionär können für die schweizerische Kundschaft einen ordentlichen Gerichtsstand in der Schweiz bezeichnen im Falle von Streitigkeiten aus dem Geschäftsverkehr. Der Auftrag an den Agenten erfolgt gewöhnlich mündlich oder telephonisch.

Die Börsenaufträge sind nach den handelsüblichen Regeln auszuführen. Der Kommissionär darf die undeutliche Ausdrucksweise eines Kunden nicht dazu benutzen, um gegen den Kunden zu spekulieren oder ihn sonst zu schädigen. 2)

Der Kommissionär bestätigt in der Regel den Auftrag erst, wenn er ihn an der Warenbörse ausgeführt hat. Der Kunde muss ihm die Uebernahme gewöhnlich durch Unterzeichnung einer, der Ausführungsbestätigung (sog. Originalkontrakt) angehefteten Allonge bestätigen und sie unverzüglich zurückschicken. Der Kommissionär behält sich das Recht vor, die Position des Kunden glattzustellen, falls die Allonge zurückbehalten bezw. nicht unterzeichnet wird. Die Bestätigung macht es möglich, allfällige Missverständnisse sofort zu bemerken und zu rügen. Die Anerkennung des Vertrages ist zudem für den Kommissionär ein wertvolles Beweismittel.

Der Kommissionär verlangt von seinem Kunden meistens eine Deckung. Die Reglemente der Warenliquidationskassen setzen genau die Höhe der zu leistenden Einschüsse fest, doch steht es dem

1) Zür. HK, S. 13.

2) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 593.

Kommissionär frei, je nach der Kreditwürdigkeit des Kommittenten geringere oder höhere Deckung zu verlangen. Die für die Terminoperationen an den Warenbörsen zu leistenden Einschüsse sind wesentlich kleiner als diejenigen für Ultimogeschäfte. 1) Die Geschäftsbedingungen sehen regelmässig eine Nachschussklausel vor. Bisweilen geht die Abrede dahin, dass die dem Kommissionär durch Ein- und Nachschuss gewährte Sicherheit in einem bestimmten Verhältnis, sei es zur Höhe der gesamten Verpflichtungen oder auch zu der Differenz zwischen Eröffnungsgeschäft und jeweiligen Kursen stehen müsse; z. B. wenn die Hälfte des geleisteten Einschusses unter Einrechnung der Kommission durch die Preisentwicklung in Verlust steht. Kapitalkräftige Brokerfirmen an einzelnen Börsenplätzen bezahlen für ihre Kundschaft, welche Hedgegeschäfte abschliessen, die Einschlüsse an die Liquidationskasse. Sie gewähren den Kunden einen sog. Margenkredit, 2) d. h. sie fordern von ihnen erst Einschüsse, wenn diese mit den Nachschüssen eine vereinbarte Summe (den Margenkredit) übersteigen. Die Gewährung von Margenkrediten an Kleinspekulanten, wie es häufig in der Schweiz vorkommt, ist ein schwerer Misstand. 3)

Der Kommittent, der dem Kommissionär einen Auftrag ohne die Absicht auf effektive Erfüllung erteilt, kann diese Absicht nur dadurch verwirklichen, dass er sein Eröffnungsgeschäft durch ein Gegengeschäft auflöst. Es liegt deshalb in der Natur jedes spekulativen Börsenauftrages, dass der Kommissionär dem Kunden die Gelegenheit zum Abschluss eines Gegengeschäftes gibt. 4) Die Glattstellung vermindert das Risiko des Kommissionärs, denn ein bereits entstandener Verlust kann sich nicht mehr vergrössern. Der Kommissionär muss deshalb einen Lösungsauftrag ausführen: Er darf die Ausführung nicht von weitern Sicherheitsleistungen abhängig machen. Wenn der Kommissionär pflichtwidrig die Ausführung des Auftrages unterlässt, kann der Kunde verlangen, dass das Eröffnungsgeschäft so abgerechnet werde, als sei der Lösungsauftrag rechtzeitig ausgeführt worden.

Sichert ein Kommissionär dem Kunden das Durchhalten einer schwebenden Terminverpflichtung zu, so wird dies so zu verstehen sein, dass dem Kommissionär die zur Deckung des Risikos nötigen Nachschüsse geleistet werden müssen, denn er wird vernünftigerweise das erhebliche Kursrisiko nicht auf unbestimmte Zeit auf sich nehmen wollen. Als unverbindliche Tröstung wird ein Versprechen aufzufassen sein, dass dem Kunden durch die schwebenden Verpflichtungen ein schon aus vorigen Spekulationen erwachsener Schaden ausgeglichen werden solle.

1) Zür. HK, S. 19.

2) Vgl. Coppetti, S. 60.

3) *** in Schweizerspiegel, Jahrg. 1939, Nr. 2, S. 24 f.

4) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 598.

Die grossen Kommissionshäuser bringen alle Kontrakte ihrer Auftraggeber, die sich aufheben, unter Abzug eines Diskontes sofort zur Verrechnung, wie dies gewisse Liquidationskassen durchführen. 1)

Das spekulierende Publikum muss den Agenten oder ihren Unteragenten (Remisiers) blindes Vertrauen schenken. Die Börsenagenturen senden dem spekulationslustigen Publikum regelmässig Marktberichte zu, die Anregungen zu «interessanten» Spekulationen in bestimmten Rohstoffen an gewissen Warenmärkten enthalten. Für die Richtigkeit der verbreiteten Marktauskünfte und Hinweise lehnen die Agenturen durch eine beigefügte Klausel jede Haftung ab. Die Warenagentur ist ihren Kunden für den Schaden haftbar, wenn sie in der Wahl der Informationsagenturen oder bei der Weitergabe gefärbter Berichte arglistig gehandelt hat, um den Kunden zu übervorteilen.

Die Inanspruchnahme von Remisiers für die Vermittlung von BTG kann leicht zu unerfreulichen Auswüchsen führen. Durch die Einschaltung anderer Firmen zwischen Remisiers und überseeischem Kommissionshaus kann der wahre Geschäftsursprung oft erfolgreich verhüllt werden. 2) Eine seriöse Kommissionsfirma kann auf diese Weise BTG an der Börse ausführen, die von Personenkreisen stammen, die an den Warenbörsen nichts zu suchen haben. Der Agent kann der Kommissionsfirma das Risiko eines ungerechtfertigten Verlustes aufbürden, an dessen Eingehung sie gar nicht gedacht hat. Durch das unvorsichtige Handeln des Agenten läuft sie Gefahr, dass ihr gegenüber von einem unglücklichen Spekulanten der Differenzeinwand mit Erfolg erhoben wird.

Die Agenten und ihre mit Gewinnbeteiligung angenommenen Reisenden leben weitgehend davon, daß sie ihren Kunden höhere Kommissionsansätze berechnen, als sie selbst nach den Usanzen der Warenbörsen zu zahlen haben. 3) Der «spielende» Kleinspekulant gibt sich oft nicht genügend Rechenschaft darüber, dass die Kontraktspesen im Verhältnis zur geleisteten Margendeckung sehr erheblich sind. 4)

Im Warenterminhandel wirft der Selbsteintritt des Kommissionärs die gleichen Probleme wie im Effektenverkehr auf. In der beratenden Stellung, die der Kommissionär oder sein Agent den Kunden gegenüber einnimmt und dem Einfluss, den er als Fachmann auf den Laien auszuüben pflegt, liegt die Möglichkeit begründet, den Einfluss zur Uebervorteilung des Kunden zu benutzen. 5) Die

1) Vgl. Heizmann, S. 89, f, N. 5.

2) Vgl. NZZ Nr. 1950, 1939, Artikel: Gefahren der Terminspekulation an den Warenbörsen.

3) Ebenda.

4) Zür. HK, Bericht, S. 20.

5) Durch das Gutachten der Zür. HK, Bericht S. 11—37 zieht sich wie ein roter Faden die Feststellung, dass es sich dort bei den zahlreichen geschilderten Missständen fast durchwegs um Fälle der Missorientierung des Publikums — entweder aus Unkenntnis oder bösem Willen — handelt.

Verbindung der Ratserteilung mit Unterlassung des Deckungsgeschäftes (Insichgeschäft) ist ein schwerer Misstand. Die Börsenagenturen haben kein Recht die ihnen zur Weiterleitung an die Kommissionsfirma erteilten Aufträge durch Selbsteintritt auszuführen.

Anhang.

§ 9. Das Reportgeschäft.

1. Zweck und Wesen.

Mit dem BTG hängt auf das engste, das Reportgeschäft (Kostgeschäft, Schiebungs-, Prolongationsgeschäft; franz. opérations de report, engl. carrying-over-business, contango, continuation) zusammen. Im Effektenterminhandel müssen alle eingegangenen Verpflichtungen am Ultimo oder Medio erfüllt werden. Der Spekulant stellt deshalb regelmässig seine Eröffnungsgeschäfte durch Gegengeschäfte glatt. Ist aber der Kurs nicht wie von ihm erwartet wurde, gestiegen oder gesunken, so ist die Abwicklung der spekulativen Unternehmung nur mit Verlust möglich. Der in seiner Erwartung getäuschte Spekulant will seine Position nicht liquidieren wenn er glaubt, dass die erwartete Kursbewegung im Laufe der nächsten Zeit eintreten werde. Er will vielmehr seine Spekulation über die Erfüllungszeit des Eröffnungsgeschäftes hinaus fortsetzen, um seine Unternehmung mit Gewinn zu beendigen. Als wichtigstes Hilfsgeschäft zur Fortsetzung einer spekulativen Unternehmung dient das Reportgeschäft. Durch den Abschluss eines Reportgeschäftes kann ein Spekulant, ohne dass er selber Geld oder Effekten aufbringen muss, seine Verpflichtungen auf den Ultimo bezw. Medio des nächsten Monats hinausschieben. Die Reportgeschäfte werden gewöhnlich in den letzten Tagen vor Ultimo abgeschlossen und in die Ultimoliquidation der BTG mit einbezogen.

a) Prolongation der Hausseposition. Verfügt der Haussier nicht über die nötigen Geldmittel, um die ihm aus dem Liquidationsverfahren verbleibenden Effekten abzunehmen, gibt er sie einem Dritten (in der Regel einer Bank oder einem Baissier) zum Liquidationskurs herein und erwirbt sie von ihm auf den nächsten Liquidationstermin zurück.

b) Die Prolongation der Baissierposition. Der Baissier nimmt gegen Hingabe des Geldes von einem Dritten (Haussier oder Stückeleiher) die vorverkauften Effekten herein (in Kost), um seiner Lieferungspflicht nachzukommen, und verkauft sie wieder auf das Ende des folgenden Monats zurück.

Der Effekten liefernde und der Effekten zurücknehmende Vertragsteil wird in der Bank- und Börsensprache: Hereingeber, Reportierter, Stückegeber, Geldnehmer, Kostgeber genannt. Der Effekten annehmende und der Effekten zurückliefernde Vertragsteil heisst: Hereinnehmer, Reporteur, Stückenehmer, Kostnehmer (er nimmt die Effekten gewissermassen in Kost).

c) Direkte Prolongation. Wird ein Reportgeschäft zwischen den Vertragsparteien eines schwebenden BTG abgeschlossen, spricht man von direkter oder eigentlicher Prolongation. Die Voraussetzung für den Abschluss eines echten Prolongationsgeschäftes sind selten gegeben, weil sich in der Regel für eine der beiden Vertragsparteien die Spekulation erfüllt haben wird.

Im Reportgeschäft steckt einerseits eine Realisationsoperation am Ultimo und anderseits eine Spekulationsoperation auf den Ultimo des nächsten Monats. Die schiebenden Hausse- und Baissespekulanten tragen die Namen ihrer Kontrahenten als Käufer bezw. Verkäufer in die Liquidationsbogen ein. Dadurch gleichen sich ihre Lieferungs- bezw. Abnahmeverpflichtungen aus. Sie schulden nur eine allfällige Differenz aus den Kursunterschieden.

Auch im Reportgeschäft muss ein Entgelt, der sog. Prolongationssatz, bezahlt werden; seine Höhe hängt von den allgemeinen Verhältnissen am Geldmarkt und den Marktverhältnissen an der Börse ab. Bekanntermassen wird weit mehr à la hausse als à la baisse spekuliert. In den meisten Fällen werden mehr Schiebungsbegehren von Haussiers als von Baissiers vorliegen. Infolgedessen wird der Reporteur (Bank oder Baissier) für das bei der Hereinnahme der Effekten hingegebene Geld einen Zins (Report, franz. report, engl. contango, continuation-rate) verlangen. Gewöhnlich ist er höher als der Lombardzinsfuss, denn der Hereinnehmer geht ein gewisses Risiko ein, weil die Stücke zum vollen Liquidationskurs (an den Schweizer Börsen zum Tageskurs am Reportierungstag) beliehen werden. Dem Haussier wird in gewissem Umfang neben dem Realkredit ein Personalkredit gewährt. Die Banken verlangen oft bei Abschluss eines Reportgeschäftes mit weniger kreditwürdigen Kunden eine gewisse Haftungsmarge. Je nach den Platzusanzen wird der Reportzins auf den Hereinnahmekurs geschlagen oder ist zum voraus zu entrichten. Ueberwiegen die Schiebungsbegehren der Baissiers, dann können die Haussiers verlangen, dass ihnen die Baissiers das Geld zu einem niedrigeren Zinsfuss oder zinsfrei (glatte Schiebung) überlassen. Herrscht ein eigentlicher Stückemangel, so kann es vorkommen, dass der Baissier nicht nur sein Geld zinsfrei überlassen muss, sondern sogar eine Leihgebühr (Deport, franz. déport, engl. backwardation) an den Hereingeber der Titel zu zahlen hat. Der Preis (Liquidationskurs) zu dem der Baissier dem Stückegeber die Titel zurückverkauft hat, vermindert sich um den Deport.

Das Reportgeschäft ist im Warenterminhandel entsprechend dem Reportgeschäft im Effektenterminhandel entwickelt, allein mit

dem Unterschied, dass hier die Lagerung der Ware mitspielt. 1) Das Reportgeschäft ist ein ausschliessliches Bank- und Börsengeschäft, deshalb unterliegt es dem jeweiligen Bank- und Börsenbrauch am Orte seines Abschlusses.

2. Die rechtliche Struktur.

Rechtlich stellt sich das Reportgeschäft als ein einheitliches, aus zwei Käufen zusammengesetztes Rechtsgeschäft mit verschiedenen Erfüllungszeiten dar. (Vgl. BGE XVIII, 546, Erw. 6, BGE XVII, 468 Erw. 1). Morlot 2) definiert das Effektenreportgeschäft als «einen einheitlichen, zweiseitigen Vertrag, welcher aus zwei entgegengesetzt laufenden, zeitlich getrennten Paaren, fixer, Zug um Zug zu erfüllenden Gegenübereignungen besteht, von denen die eine Geld, die andere Wertpapiere zum Gegenstand hat». Diese Definition hat den Vorteil, dass sie die Verwandtschaft zwischen dem Reportgeschäft und dem Terminkauf hervorhebt. Der Reporteur (Hereinnehmer) wird Eigentümer der reportierten Effekten oder Waren und hat sie nur in genere zurückzuerstatten. Ihn trifft die Gefahr für Verlust oder Beschädigung der Effekten oder der Waren:, er kann sie verkaufen, bevorschussen lassen, das Stimmrecht aus den reportierten Aktien in der Generalversammlung ausüben, überhaupt alle Rechte eines Eigentümers wahrnehmen. Das Reportgeschäft ist, obwohl rechtlich ein Kauf, wirtschaftlich ein Darlehensgeschäft.

1) An den Getreidebörsen kommt den Begriffen Report und Deport eine andere Bedeutung zu. Report bezeichnet die Preisdifferenz zwischen Terminware und disponibler Ware oder zwischen nahen und entfernteren Terminen. Der natürliche Verlauf der Preise wäre, dass sie nach der Ernte am niedrigsten sind und sich bis zum Eintritt der neuen Ernte ständig erhöhen. Preiserhöhende Umstände sind: Lagermiete, Versicherungsgebühren, Zinsen für das in der Ware festgelegte Kapital, Gewichtsschwund usw. Tritt aber der Fall ein, dass ein näher liegender Termin höhere Preise aufweist als ein späterer, so nennt man den Preisunterschied zwischen den beiden Deport. Vgl. Riederer, S. 63.

2) Vgl. v. Morlot, S. 196.

3. ABSCHNITT

DIE WIRTSCHAFTLICHE SEITE DES BÖRSENTERMINGESCHÄFTES

Vorbemerkung

Es gibt keine Form des Handels, über deren volkswirtschaftlichenWert die Meinungen weiter auseinandergehen als das BTG. Der Streit über die Vor- und Nachteile des BTG begann schon mit dem Aufkommen dieser Geschäftsform im Anfang des 17. Jahrhunderts an der Amsterdamer Börse im Handel der Aktien der Niederländisch-Ostindischen Kompanie. 1) In den darauffolgenden drei Jahrhunderten wuchs das Schrifttum über diese Fragen ins Unermeßliche. Der Grundgedanke der zahllosen Abhandlungen lässt sich kurz dahin fassen, dass mit gesetzlichen Massnahmen die spekulativen Auswüchse nur zum Teil wirksam verhindert werden können, denn letztendlich ist immer die wirtschaftliche Gesinnung und Ethik massgebend.

An der Börse gibt es keine ihrer Rechtsform wegen objektiv reellen und unreellen Geschäftsformen, wohl aber redliche und unredliche Personen, die sich dieser Formen zu wirtschaftlich berechtigten oder unberechtigten Zwecken bedienen. Das BTG ist die höchstentwickelte und wirkungsvollste Handelsform an der Börse und im Handel überhaupt. Wegen der Einfachheit seiner Technik, kann es von unberufenen Kreisen besonders leicht zu wirtschaftlich zwecklosen Spekulationen missbraucht werden, die schliesslich zum wirtschaftlichen Spiel ausarten können. Ohne die genaue Kenntnis der wirtschaftlichen Funktionen des BTG, kann die Frage nicht beantwortet werden, wann ein BTG zu wirtschaftlich ernst gemeinten Zwecken abgeschlossen wird und wann es nur zur Erhaschung eines mühelosen Gewinnes wie beim Spiel dienen soll.

1) Ueber die Entstehung des Zeitgeschäftes an der Amsterdamer Börse vgl Ehrenberg, Das Zeitalter der Fugger, II, 294 ff.

§ 10. *Die Verschiedenheit der wirtschaftlichen Funktionen des Börsentermingeschäftes in Waren und des Börsentermingeschäftes in Wertpapieren*

Der abstrakte Rechtsbegriff «Börsentermingeschäft» darf uns nicht dazu verführen, dem BTG in Wertpapieren und dem BTG in Waren die gleichen wirtschaftlichen Aufgaben zuzuschreiben. 1) In der Wirtschaft gibt es kein BTG schlechthin, sondern nur ein BTG in Waren und ein BTG in Wertpapieren. Beide Formen des Terminhandels ähneln sich zwar in ihrer börsentechnischen Funktion. Ihr gemeinsamer Wesenszug besteht in der Ueberwindung der Massenumsätze. Ihrem wirtschaftlichen Wesen nach sind sie aber ebenso verschieden voneinander wie Waren- und Wertpapierbörse. Auch diese werden trotz ihrer Verschiedenheit mit dem Sammelwort «Börse» im Sinne einzelner Börsengesetze 2) durch dieselben rechtlichen Merkmale gekennzeichnet. Die Hauptfunktion der Wertpapierbörse ist, dem breiten Publikum als Umsatzstelle für den Kauf und Verkauf von Wertpapieren zu dienen. Sie ist ihrem wirtschaftlichen Wesen nach nicht eine Einrichtung im Interesse der sie benützenden Händler. Die verhältnismässig kleinen Kreise, die täglich selbst an der Börse verkehren, schliessen dort hauptsächlich für Rechnung Dritter Geschäfte ab. Die Warenbörse ist ein Großhandelsmarkt, der nur für die am Grosshandel interessierten Kreise bestimmt ist.

Im Handel an der Wertpapierbörse entstand das BTG aus dem Streben der Spekulation nach Umsatzbeschleunigung und möglichst reiner Preisbildung. Das BTG in Waren ist auf andere Ursprünge zurückzuführen. Für den spekulativen Wertpapierhandel ist die Benutzung des BTG nur ein technisches Hilfsmittel, kein durch die Natur der Hauptmasse der Geschäfte bedingtes Erfordernis. Daher erstreckt sich die Abwicklung des Geschäftes auf einen kurzen Zeitabschnitt, d.h. auf Ultimo des laufenden Monats, während im Warenterminhandel vermöge dessen enger Verbindung mit dem Effektivhandel Geschäfte bis zu einem Jahr vorkommen. Das BTG in Waren ist aus dem effektiven Zeithandel an den Warengrossmärkten hervorgegangen. Seiner Entstehung und seiner wirtschaftlichen Funktion nach ist es ein Hilfsgeschäft des Effektivhandels und insofern eine wirtschaftlich wertvolle, ja in gewisser Hinsicht unentbehrliche Erscheinung. Prägnant schreibt Göppert: 3) «Das

1) Grundlegend über die Wesensverschiedenheit des BTG in Effekten und des BTG in Waren, Göppert, S. 24.

2) Vgl. BörsG von 1896 und 1908.

3) Vgl. Göppert, ZHR., 99, 271.

Börsentermingeschäft in Wertpapieren ist eine Handelsform. Der Börsenterminhandel in Waren ist ein besonderer Handelszweig».

Die leichter darzustellenden wichtigen wirtschaftlichen Dienste des Warenterminhandels dürfen nicht dem Wertpapierterminhandel zugeschrieben werden. Ihm kommt hauptsächlich eine börsentechnische Funktion zu, deren wirtschaftliche Bedeutung allerdings nicht so augenfällig ist. 1) Die natürliche Verschiedenheit des Geschäftsgegenstandes und der wirtschaftlichen Aufgaben des Waren- und Effektenterminhandels sollte vom Gesetz nicht übersehen werden. 2) Ist das trotzdem der Fall 3), so wird entweder der Effektenterminhandel dem Warenterminhandel durch allgemeine gesetzliche Beschränkungen des BTG geopfert, oder das Publikum wird ungenügend vor dem Börsenmissbrauch und namentlich den Gefahren der Ueberspekulation in Waren geschützt.

§ 11. Die Hauptfunktionen des Börsentermingeschäftes in Wertpapieren.

Die an der Effektenbörse abgeschlossenen BTG können nach ihrer wirtschaftlichen Bedeutung in zwei voneinander allerdings nicht scharf zu trennenden Gruppen eingeteilt werden: in BTG, die einem notwendigen wirtschaftlichen Bedürfnis entsprechen und in solche, die der reinen Spekulation dienen. Die überwiegende Anzahl aller an der Wertpapierbörse abgeschlossenen BTG gehört der zweiten Gruppe der reinen Spekulation an.

Die einzelnen Funktionen:

I. Die Kapitalanlage.

Das BTG an einzelnen Börsen dient auch in hohem Masse der Kapitalanlage. 4) Der Kauf oder Verkauf eines grösseren Postens Wertpapiere lässt sich am Terminmarkt vorteilhafter als am Kassamarkt ausführen. Im Kassahandel ist es oft kaum möglich, für einen bedeutenden Auftrag einen Gegenkontrahenten zu finden. Der grössere regelmässige Verkehr am Terminmarkt bewirkt eine gleichmässige Preisbildung und erlaubt raschen Kauf und Verkauf, ohne wesentliche Kursveränderungen. Der Kapitalist kann mit Hilfe

1) Vgl. Göppert, S. 20.

2) Vgl. Nussbaum in Ehrenberg, S. 557 f.

3) Z. B. des BörsG von 1896, in der Novelle von 1908 ist die Verschiedenheit der BTG einigermassen berücksichtigt worden.

4) In London werden alle Wertpapiere, mit verschwindenden Ausnahmen, nur auf Zeit (Medio oder Ultimo) verkauft.

des BTG, wenn er ein Steigen der allgemeinen Kurslage erwartet, seine erst später zur Verfügung stehenden Kapitalien schon vor deren Fälligkeit anlegen.

II. Die Kurssicherung.

An der Wertpapierbörse tritt die Funktion des BTG als Kurssicherungsmittel im Unterschied zur Warenbörse in den Hintergrund. Ein eigentliches Bedürfnis wie im Warenterminhandel liegt hier nicht vor. Der Effekteninhaber kann seine Wertpapiere in der Regel jederzeit abstossen oder sie gegen andere auswechseln. Preissicherungsgeschäfte, wie wir sie an der Warenbörse kennen lernen werden, kommen an der Wertpapierbörse in kritischen Zeiten von Besitzern grösserer Effektenbestände vor. Zur Schaffung eines Gegenpostens für das auf den eigenen Beständen lastende Risiko eines grösseren Kursverlustes, schliessen sie Leerverkäufe in irgend einem Ultimopapier ab. Auch sonst kommen oft Fälle vor, in denen das Interesse an einer effektiven Ware zu Unternehmungen am Terminmarkt nach der andern Richtung hin als dieses Interesse liegt, Anlass geben. Beispiel: Ein Grosshändler 1) kann seine Kupferröhrenlager z. B. durch Leerverkäufe von Kupferbergwerksaktien gegen eine Baisse in Kupfer sichern. Wie die Beispiele gezeigt haben, braucht die effektive Ware, die den Anlass zu der Unternehmung am Terminmarkt gibt, nicht identisch zu sein mit dem Gegenstand des BTG.

Für die meisten kurzfristigen Verträge des internationalen Handels und dessen Finanzierungsgeschäfte können durch Terminkauf 2) der zu leistenden und durch Terminverkauf der zu empfangenden Valuta Risiken aus den Währungsschwankungen ausgeschlossen werden. Der seriöse Handel und die Fabrikation werden die verhältnismäßig geringen Unkosten für die Provision usw. nicht scheuen, um die Gefahr der fremden Valutaschwankungen auf den berufsmässigen Devisenhandel abzuwälzen. Dadurch werden ihre Geschäfte auf eine sichere, rechnungsmässige Grundlage gestellt. 3)

Die Sicherung kann auch durch Kauf oder Verkauf solider ausländischer Ultimopapiere (internationale Arbitragepapiere) erfolgen. Einer solchen Unternehmung haftet jedoch ein spekulatives Element an, weil der Kurs dieser Papiere nicht allein von der ausländischen Valuta abhängig sein wird. Das Effektentermingeschäft ist meistens

1) Vgl. Göppert, S. 51.

2) Die Termingeschäfte in Devisen kommen den BTG in Effekten am nächsten, obwohl die Devisen nicht in dem Masse vertretbar sind, wie die Effekten wegen der Verschiedenheit der Beträge und Fälligkeitstermine.

3) Nach der Abwertung des Frankens am 26. September 1936 nahm der Bundesrat den Standpunkt ein, dass die Importeure, die es unterlassen haben, sich vor der Abwertung mit Devisen einzudecken, den durch die Wechselkurssenkung entstandenen Schaden selbst zu tragen hätten. Vgl. «Der Bund» Nr. 531, 1936, Artikel «Abwertungsverluste der Importeure».

zu kurzfristig, die monatliche Prolongation in vielen Fällen zu teuer, um als geeignetes Mittel zur Kurssicherung dienen zu können.

III. Die Arbitrage.

An mehreren Börsen des gleichen Landes oder verschiedener Länder können gleichzeitig dieselben Effekten und Valuten gehandelt werden. In der Regel erzielen dieselben Papiere an den einzelnen Börsenplätzen, infolge der verschiedenen Lagerung von Angebot und Nachfrage, nicht stets die gleichen Kurse. Der Arbitrageur stellt fest, an welcher Börse der Kurs eines Papieres niedriger oder höher steht als an seinem Platz oder an einem andern Platz (sog. indirekte Arbitrage). Sobald die Kursverschiedenheiten bedeutend genug sind, wird er sie durch Kauf und Verkauf ausnützen. In der Regel werden die Arbitragegeschäfte von befreundeten Firmen, je eine an einem Börsenplatz, für gemeinsame Rechnung durchgeführt (Meta- oder Trioverhältnis). Wenn die Wertpapierarbitrage effektiv liefern und abnehmen will, ist es für sie angenehm, wenn sie z. B. per Medio in London abnehmen und per Ultimo in Zürich liefern kann. Durch zwei Komptantgeschäfte kann die internationale Arbitrage wegen den zu kurzen Lieferungsfristen nicht durchgeführt werden.

Die Arbitrage erweitert den Markt und führt zum Ausgleich der Kurse auf den verschiedenen Plätzen, indem sie an dem Ort, wo der Kurs hoch ist, das Angebot vermehrt, am andern, wo der Kurs niedrig ist, die Nachfrage verstärkt; so entsteht ein internationaler Preis. Im Gegensatz zur Zeitspekulation birgt die örtliche Differenzspekulation in Effekten kein unbekanntes Risiko in sich. Sie gilt gemeinhin und mit Recht nicht als eigentliche Spekulation.

IV. Die Spekulation.

1. Der Charakter der reinen Spekulation.

Jeder Handel will einen Gewinn erzielen. In diesem Sinne ist er Spekulation. Nach der Art der einzelnen Handelsgeschäfte kann das spekulative Moment mehr oder weniger überwiegen.

Wirtschaftlich können wir vom Handel zunächst den Kauf zum Verbrauche, den Nutzungskauf. ausscheiden. Er vollzieht sich gewöhnlich Zug um Zug als Barkauf. «Er ist die Voraussetzung. Endzweck und Ziel jeder wirtschaftlichen Güterbewegung, bildet den Schlussakt, führt einstweilen zum Stillstand derselben, und trägt deswegen zur Belebung und Förderung des Verkehrs weniger eingreifend als der Spekulationskauf bei». 2)

Hievon verschieden in seinem Zweck und zumeist in seinem Verfahren ist der Kauf zum Wiederverkauf, die Spekulation. Der Handelskauf ist in einer entwickelten Wirtschaft mit einem Markt- und ausgedehnten Kreditsystem die vorherrschende Art des Kaufes. Im Bericht der deutschen Börsenenquêtenkommission1) wird die Spe-

1) Vgl. v. Graffenried, S. 19.
2) Zit. bei Bachmann, S. 24.

kulation definiert als: «Diejenige geistige Tätigkeit, welche aus der Erfahrung der Vergangenheit und aus der Beobachtung der Gegenwart einen Schluss auf die Zukunft zieht und auf Grund eines solchen Entschlusses eine wirtschaftliche Handlung vornimmt in der Absicht durch dieselbe einen Vermögensvorteil zu erlangen.» Die Spekulation bezweckt entweder durch Kauf und Wiederverkauf, oder durch Verkauf und Deckungskauf einen durch den Preisunterschied bedingten Gewinn zu erzielen. Die Preisdifferenz ist Zweck und Gegenstand des Geschäftes.

Die reine Spekulation hat an ihrem Gegenstand als solchem kein Interesse. Er hat überhaupt keinen Gegenstandswert für sie, er kommt nur als Objekt künftiger Preisänderungen in Betracht. 1) Sie sucht unter Vermeidung effektiver Abnahme und Lieferung mit Hilfe der kaufmännischen Technik einen blossen Kursgewinn zu erzielen. Je rascher auf den Kauf der Wiederverkauf folgen kann, desto schneller hat sie ihr Ziel erreicht. Die Spekulation erhält ihren reinsten Charakter, wenn sämtliche als unbequeme Beigabe angesehenen unspekulativen Faktoren ausgemerzt werden können, eine Beschäftigung des Spekulanten mit der Ware überhaupt nicht erforderlich ist.

Die Spekulation fand in dem am vollkommensten ausgestalteten Markt der Börse die besten Voraussetzungen für ihre Tätigkeit. — Ein bekanntes Wort, das wie alle solche Worte, treffend aber einseitig ist, sagt: «Auf dem Markte gibt es Waren und Geld, auf einer Messe gibt es nur Waren und kein Geld und auf der Börse gibt es weder Waren noch Geld». Weil es auf der Börse weder Waren noch Geld gibt, trägt sie eine der wichtigsten Funktionen, nämlich den Preis für Ware und Geld festzustellen. An der Effektenbörse sind die Voraussetzungen der Preisspekulation in vollkommener Reinheit erreicht, hingegen gilt das für die Warenbörse nur teilweise.

2. Die Vor- und Nachteile der Effektenterminspekulation.

Erst die Spekulation garantiert die Umsatzfähigkeit der Börse. Würde an der Börse jeder nur in der Höhe seiner verfügbaren Mittel Effekten zur Anlage kaufen, oder wenn er Barmittel nötig hätte, seine Effekten verkaufen, so würde ein sehr geringer Umsatz entstehen. Das Publikum könnte seine Kaufs- und Verkaufsaufträge nicht jederzeit ausführen lassen. Die Spekulation stellt einem grossen Angebot eine Nachfrage gegenüber und einer großen Nachfrage ein Angebot. Die einseitige Lagerung von Angebot und Nachfrage wird dadurch behoben und die Kurse mehr oder weniger ausgeglichen. Selbstverständlich greift die Spekulation nur dann ein, wenn ihr der Kurs vorteilhaft erscheint. Sie wird vorzüglich solche

1) Die reine Preisspekulation hat im Tulpenzwiebelschwindel in Holland ihren verblüffendsten Ausdruck gefunden. Die Zwiebeln erzielten Phantasiepreise, das Stück bis zu 500 Gulden. Im Jahr 1636 brach die Tulpenmanie plötzlich zusammen. Vgl. Göpert, S. 59.

Papiere kaufen, die im Kurs bedeutend und häufig schwanken. Der Terminhandel übt eine starke Anziehungskraft auf die Spekulation aus. Er vermag die marktbildende Kraft, die von der Spekulation ausgeht, noch zu verstärken, weil er ihren Spielraum verbreitert. Dem Terminmarkt wird eine preisausgleichendere Wirkung nachgerühmt als dem Kassamarkt, auf dem heftigere Kursschwankungen vorkommen sollen. Prion 1) weist in einer Abhandlung nach, dass die Wirkung des Terminhandels auf die Preisbildung je nach dem Stande der Engagementsverhältnisse sehr verschieden und keineswegs stets kursausgleichend ist.

Dem Terminmarkt wird von einigen Schriftstellern 2) «eine signalisierende Wirkung» als spezifische Eigenschaft zugeschrieben. Er eile dem Kassamarkte voraus, seine Kurse kündigen beinahe prompt die Bewegungen der Konjunkturen an. Es ist diese vermeintliche, signalisierende Wirkung, die der Börse die Bezeichnungen wie «automatisch registrierendes Barometer der Konjunktur», «Gehirn der Volkswirtschaft» usw. eingetragen hat. Von der signalisierenden Wirkung des Effektenzeithandels kann man in Wahrheit kaum etwas verspüren. Der Terminmarkt unterliegt ebenso wie der sonstige Börsenmarkt Stimmungen der Massensuggestion und sonstigen unsachlichen Einflüssen, die oft alle rein geschäftlichen Berechnungen über den Haufen werfen.

Selbst die reine Spekulation kann in ihrer Gesamterscheinung für den Börsenverkehr von Nutzen sein, selbst dann, wenn die Betätigung für den einzelnen Spekulanten schädlich ist. Die von den einen Spekulanten erzielten Gewinne kommen von den andern Spekulanten, die in der entgegengesetzten Richtung operiert haben. Die Gewinne und Verluste gleichen sich aus. Die Wirtschaft hat den Nutzen davon, da der Terminmarkt vergrössert und dadurch leistungsfähiger geworden ist. 3) Von wesentlicher Bedeutung ist, dass die für den Ultimoverkehr zugelassenen Wertpapiere einen annähernd den Kursen entsprechenden inneren Wert besitzen. Die Spekulation hält eine grössere Menge von Papieren an der Börse fest. Nach Ansicht einiger Schriftsteller 4) soll darin die Hauptbedeutung des Terminhandels bestehen. Die Spekulation soll den Einfluss der Börse gegenüber der Herrschaft der Banken stärken. 5)

Die Spekulation schafft einstweilen Unterkunft für Aktien riskanter Unternehmungen am Terminmarkt. Sie muss als Speicher dienen, bis die Aktien allmählich in feste Hände übergehen, damit die Bedürfnisse der Volkswirtschaft sofort befriedigt werden können. Die berufsmässige Spekulation kann dieser Aufgabe allein nicht

1) Vgl. Prion, S. 95, ferner Bachmann: Die Effektenspekulation, Kap. IV über die Bewegungen der Termin-Kassawerte.

2) Vgl. Denkschrift des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiersgewerbes, zit. bei Göppert, S. 52.

3) Vgl. Alexander, ZHR., 98, S. 414.

4) Vgl. Müller-Erzbach, S. 587.

5) Ebenda.

genügen. Sie kann der Beteiligung des Publikums nicht entraten. Denn gelänge es der berufsmässigen Spekulation nicht die Werte an das Publikum weiterzuschieben, handelte sie nur in sich und müsste sich mit der Zeit gegenseitig aufzehren, da Gewinn und Verluste wechseln. Wenn sich neu zugelassene Aktien oder Aktien sanierter Gesellschaften an der Börse einigermaßen klassiert haben, wird sich ihnen das anlagesuchende Publikum allmählich zuwenden.

Die von der Spekulation an der Börse in Schwebe gehaltenen internationalen Arbitragewerte erleichtern den internationalen Zahlungsverkehr, wirken ausgleichend auf den Zinsfuss in den verschiedenen Ländern und können einen bedeutenden leicht versilberbaren Devisenvorrat für die Volkswirtschaft bilden. Daneben erweist sich der Zeithandel für Fusionen von Aktiengesellschaften förderlich. Mit Hilfe des BTG kann rascher eine Zahl Aktien als im Kassahandel aufgekauft werden und dadurch die Vereinigung der Aktiengesellschaften beschleunigt werden. 1) Das BTG begünstigt den häufigen Wechsel im Aktienbesitz und damit die Entfremdung der Aktionäre gegenüber ihren Unternehmungen.

Von den Gegnern des BTG wird behauptet, dass diese Geschäftsform die Spekulation ausserordentlich gefördert habe, und zwar in allen Kreisen des Volkes. Der Terminhandel sei eine Quelle allen Uebels, eine handelstechnische Verkleidung des Spieles, kurz unmoralisch.

Als Beispiel dieser Ansicht diene nachfolgender Ausschnitt aus der nationalrätlichen Debatte über die Höhe der Spielansätze in den Kursälen. 2) Hoppeler wendet sich gegen den Spielbetrieb in den Kursälen, da jeder Spielbetrieb etwas ungesundes sei. Hierauf entgegnete ihm der Postulatsteller Meyer: «Und nun, bitte, stürzen Sie sich in Ihre Rüstung als Erzengel und gehen Sie bei Ihnen zu Hause an die dortige Börse, (Zürich) wo durch Termingeschäfte Tausende und Zehntausende von Franken gewonnen und verloren werden. Sorgen Sie doch zuerst bei Ihnen selbst um die verletzte Moral, aber kommen Sie nicht wegen diesen zwei Franken. Denn wenn man gegen diese Kleinigkeit auftritt und das grosse Spiel ignoriert, ist das nicht gerade ehrlich».

Die Gegner der BTG übersehen gewöhnlich, dass das BTG nur ein handelstechnisches Mittel zur Durchführung der Spekulation ist. Die Schäden der ungesunden Effektenspekulation können nicht durch das Verbot einer Geschäftsform ausgerottet werden.

An den Börsen, die zur Eindämmung der ungesunden Spekulation die BTG verboten haben, wird eher mehr als weniger spekuliert. Die Erfahrungen an der New Yorker Börse 3) und an den deutschen Börsen in den Jahren 1896—1902 4) zeigen, dass sich

1) Vgl. Müller-Erzbach, S. 587.
2) Vgl. Sten. Bull., Wintersession, 1936, Nationalrat, S. 1519 (22.Dez.).
3) An der New-Yorker Börse werden alle Geschäfte per Kassa abgeschlossen: Cash: Lieferung am Tage des Abschlusses, regular way: Am nächsten Tag, at three days, Lieferung am dritten Tag nach Abschluss. Vgl. Obst, S.499.
4) Ueber die Geschichte des BörsG von 1896, vgl. Göppert, Hb StW II, 999 ff.

die Spekulation, wenn ihr der Terminmarkt verschlossen wird, in der Form der Kassageschäfte abspielt. Mit Hilfe des Kredits kann auch in der Form der Kassageschäfte à la hausse und à la baisse spekuliert werden, wenn auch nicht mehr mit der gleichen Leichtigkeit. Der Haussier verschafft sich durch sofortige Beleihung der gegen Kassa gekauften Effekten das Geld zur Bezahlung. Der Baissier lässt sich durch Stückeborger die nötigen Stücke leihen. «Bedenklich ist der Zustand vor allem wegen der Möglichkeit einer willkürlichen Beeinflussung der Kurse durch die Kapitalmächte, einer Möglichkeit, die mit der in geschäftlichen Dingen in Nordamerika herrschenden Kaltblütigkeit auch ausgenutzt wird. Man hat deshalb den Zustand an der New Yorker Börse mit Recht als roh und ungesittet bezeichnet.» 1) 2) Die Kapitalisten, die Haussiers auf der einen Seite Papiere gegen Geldverleihung hereinnehmen, können sie nach der andern Seite hin an Baissiers herausgeben. Der Kassamarkt wird durch den Hinzutritt des Kredits (unechter Lombard) erweitert und vom Umfange des effektiven Vorrats unabhängiger. Weil aber jeder Verkäufer auf die Beschaffung von effektiven Stücken bedacht sein muss, hat die Marktausdehnung ihre Grenzen und die Preisschwankungen werden geradezu stürmisch. 3) Das grosse Risiko dieser «Kassageschäfte» bringt es mit sich, dass die Banken nur gegen Einschüsse und auf tägliche Kündigung zu oft enormem Zinsfuss kreditieren.

Besonders die Baissespekulation wird zur Benutzung des BTG drängen. Hier räumen sich die Parteien einen gegenseitigen Kredit bis zur Erfüllung des Geschäftes ein. Das Eröffnungsgeschäft stellt die Grundlage dar, auf der Haussiers und Baissiers nach entgegengesetzter Richtung und jeder unabhängig voneinander am Terminmarkt spekulieren. In dem Auf und Ab der Kursbewegungen in der Zwischenzeit können unter Umständen beide, natürlich zu verschiedenen Zeiten, mit Gewinn aus ihren Eröffnungsgeschäften herauskommen, oder auch beide verlieren.

Der Stückebedarf ist im Terminhandel im Verhältnis zu den Umsätzen auf das Nötigste beschränkt. Die Terminspekulation entzieht der Volkswirtschaft bedeutend weniger Geldkapital als die

1) Vgl. Göppert, S. 39.

2) Als Massnahme zur Eindämmung der Börsenspekulation in U. S. A. sind die ungedeckten Verkäufe, wenn sie nicht zu einem Kurs getätigt werden, der um mindestens $^1/_8$ Punkt höher als beim vorhergehenden Verkauf ist, durch ein Regl. vom 8. Febr. 1938 verboten worden. — Der Börsenüberwachungsausschuss begründete seine Massnahmen gegen Leerverkäufe damit, dass er sich überzeugt habe, dass eine verhältnismässig kleine Gruppe von Grosspekulanten bei jeder stärkeren Baissebewegung regelmässig umfangreiche Leerverkäufe getätigt habe. Da aber die Börsenverwaltung gegen dieses die Allgemeinheit schädigende Verhalten nichts unternommen habe, habe er sich zum Einschreiten entschlossen. Sollte man übrigens beobachten, dass die Spekulanten bei stärkeren Haussebewegungen in ähnlicher Weise als Käufer auftreten, so wird er nicht zögern, auch gegen solche Machenschaften wirksam einzuschreiten. Vgl. Bas. Nachr. 1938, Nr. 37, Artikel: «Amerikanischer Konjunkturindex».

3) Vgl. v. Schanz, S. 466.

Kassaspekulation und wirkt nicht verteuernd auf den Zinsfuss. Die Ersparnis an Geldbedarf der Börse ist volkswirtschaftlich nicht unerheblich. In London knüpft sich das solide Gebahren der Spekulation an das BTG. Auch in Paris überwiegt wegen seiner grossen technischen Vorzüge das BTG. 1)

Es ist eine unbestrittene Tatsache, dass unzählige Spekulationen getätigt werden, denen weder Berechnung noch Erfahrung zu Grunde liegt. Ihr Erfolg oder Misserfolg ist einzig dem Zufall anheimgestellt. Die reine Spekulation ist an sich kein Uebel, solange sie Gebrauchswerte schafft. 2) «Dass die Effektenspekulation dies getan hat, beweist die Geschichte des Aktienwesens zur Genüge von der Begründung der holländisch-ostindischen Handelskompagnie bis zur Eröffnung des Suezkanals und des Gotthardtunnels». 3)

Das Vorhandensein der reinen Spekulation hat auch seine Schattenseiten, weil sie die für jedermann zugänglichste Spekulationsart ist. Die Gefahr liegt nahe, dass fortwährend eine grosse Menge Unkundiger sich dieser zweischneidigen Waffe bedienen, und nicht nur sich selbst, sondern auch die ganze Volkswirtschaft verwunden. Die Ursachen, die in der Preisbildung der Wertpapiere mitsprechen, sind zwar weit weniger unübersehbar als in der Warenspekulation.

Die meisten Leute spekulieren à la hausse. Bei dem Privatpublikum scheint die auf dem Leerverkauf aufgebaute Baissespekulation auf allzu grosse Hindernisse der Stimmung und des Verständnisses zu stossen. Sie stellt an die Kenntnisse der Wertpapiere, der Marktlage und der Geschäftstechnik grössere Anforderungen. Leerabgaben in Wertpapieren, die sich im Besitze einer starken Haussepartei oder zum grössten Teil in festen Händen befinden, können unter Umständen sehr gefährlich werden. Der Haussier braucht zur Abnahme der gekauften Effekten lediglich Geld. Der Baissier hingegen ganz bestimmte Stücke. Gelingt es ihm nicht, diese Stücke durch ein Abkommen mit einem Haussier oder sonstigen Stückeverborger zu beschaffen, so ist er gezwungen durch Rückkauf seiner Stücke seinen Verpflichtungen nachzukommen. Sind die gesamten Stücke in der Hand einer Haussepartei, dann kann diese die Kurse nach ihrem Belieben festsetzen zu denen sie bereit ist, die Stücke zu verkaufen. Die Baissepartei ist «geschwänzt» oder auch, wie die Börsensprache sagt, in einen «Corner» gedrängt. 4) Je grösser die

1) Das Aktiengeschäft wickelte sich an der Zürcher Effektenbörse vor dem Kriege zu mehr als 90% auf Termin ab, während heute der Anteil der Termin- und Prämiengeschäfte kaum 19% der Aktienumsätze beträgt. Vgl. Schweiz. Handelszt. 1938, Nr. 37, S. 37, Artikel «Zürcher Börse vor 25 Jahren».

2) Vgl. Ehrenberg, S. 104.

3) Vgl. Ehrenberg, S. 203.

4) Berühmt ist der Basler Check- und Wechselbank-Corner im Jahre 1891. Ausführlich dargestellt bei Wolf im Gutachten zur Börsenreform, S. 23 ff.

Effektenmenge, je besser sie auf Publikum und Spekulation verteilt ist, umso aussichtsloser wird ein planmässiger Aufkauf der Effekten zur Durchführung einer Schwänze.

Einen wichtigen Faktor in der Kursbildung einzelner Spekulationspapiere bildet die Meinung der Spekulation selbst. 1) Die «Meinung» der Spekulanten wird natürlich umso unberechenbarer, je grösser der Kreis der urteilsunfähigen Köpfe wird. 2) Je laxer die Kreditbedingungen der Banken sind, umso grösser ist die Gefahr, dass die Spekulanten ihre Terminverpflichtungen weit über ihr Vermögen ausdehnen. In Boomperioden, wenn die Massensuggestion den Markt beherrscht, können selbst die noch so berechtigten Ueberlegungen der Baissiers nicht durchdringen. Es stellen sich immer weitere Mitläufer ein. Der Kurs entfernt sich immer mehr dem inneren Wert der Effekten. Die Berufsspekulation, die genau die Entwicklung des Marktes verfolgt und sich besser über den Umfang der Geschäftsabschlüsse und über die Käufe unterrichten kann, wird in diesem Fall mit Leerverkäufen einsetzen, zur «Contremine» schreiten. Das blosse Ausbleiben neuer Käufer verursacht an einem überspannten Markte einen heftigen Kursrückschlag. Die Baissiers müssen sich zur Lösung ihrer Verpflichtungen eindecken. Ihre Nachfrage kann mässigend auf den ruckartigen Kurssturz wirken. Der Baissespekulation wird deshalb eine fallschirmartige Wirkung nachgerühmt. Nach einem Haussetaumel bewahrheitet sich oft der alte Börsensatz: «La baisse amène la baisse». Angstverkäufe, Exekutionen, schwache Positionen, Realisationen aus einer gewissen Verleiderstimmung führen zu einer trüben Börsenverfassung. Aufgabe der berufsmässigen Spekulation ist es jetzt, durch Käufe einzugreifen, um die Entmutigung zu überwinden. Die Erfahrung lehrte, dass die Haussespekulation viel grösseres Unheil angerichtet hat, als die Baissespekulation.

Das Ausmass der Spekulation ist in hohem Masse von der Höhe der Einschussforderungen beim Abschluss der BTG und von der Reportierungsmöglichkeit abhängig. Ein wirksamer Zwang zur Einschränkung des Kredites, z. B. durch staatliche vorübergehende Festsetzung der Höhe der zu hinterlegenden Einschüsse, wird Uebertreibungen in einzelnen Fällen nicht hindern, aber große allgemeine Ausschreitungen eindämmen. Die Spekulation des Publikums ist ein unvermeidliches und unentbehrliches Uebel, weil sie unsere Wirtschaft nicht entbehren kann. Wenn man dem Publikum die technisch vollkommenste Form des Spekulationsgeschäftes, das BTG verschliesst, wird man anderweitig Schaden anrichten, wie die Erfah-

1) Die Baltimore Aktien besitzen schon lange keinen realen Wert mehr. Doch haben sie noch immer einen recht «anständigen» Börsenwert und diesen nur deshalb, weil in dem Papier regelmässig grosse Umsätze eines grossen Kreises von Spekulanten stattfinden, die sozusagen untereinander dauernd auf Hausse oder Baisse wetten und sich zu diesem Zwecke gerade dieser Aktien bedienen. Vgl. Spiegel der Wirtschaft, 1939, Nr. 38, S. 299.

2) Vgl. Ehrenberg, S. 209.

rungen in einzelnen Ländern zur Genüge gezeigt haben. Das Kassageschäft ist aber allen Versuchen einer gesetzlichen Einschränkung unzugänglich gewesen. 1)

§ 12. Die Hauptfunktion des Börsentermingeschäftes in Waren

Die an den Warenbörsen abgeschlossenen BTG können nach ihrer wirtschaftlichen Bedeutung ebenfalls in zwei Gruppen eingeteilt werden: in BTG, die einem notwendigen wirtschaftlichen Bedürfnis und in BTG, die der reinen Spekulation dienen. Im Unterschied zur Effektenbörse bildet an der Warenbörse die reine Preisspekulation keine Voraussetzung für das Bestehen eines Terminmarktes. Die wirtschaftlich notwendigen Geschäfte bilden überall einen sehr grossen, vielleicht den grössten Bestandteil der Geschäfte am Warenterminmarkt. 2) Die einzelnen Funktionen:

I. Die Warenbeschaffung.

Die Warenbörse dient gewöhnlich nicht als Warenbeschaffungsmarkt. 3) Die Trennung von Terminmarkt und Effektivmarkt beruht auf der Neigung des Terminhandels zur Konzentration auf wenige Handelsplätze im Interesse einer sozusagen unbegrenzten Umsatzfähigkeit, während das Effektivgeschäft, das jede unnütze Warenbewegung vermeiden muss, naturgemäss dezentralisiert bleibt. Von den standardisierten Qualitäten an den Warenbörsen weicht in der Regel die effektive Ware in ihrer Gesamtmenge ab. Die Lieferungsmöglichkeit verschiedener Grade unter oder über der Standardqualitäten führt zu einer wesentlichen Verschlechterung der Qualität der Terminware.

Der schweizerische Importkaufmann kauft nicht an der Börse, weil die dort abgeschlossenen Geschäfte, gemessen am einheimischen Bedarf, sich auf viel zu grosse Quantitäten beziehen und weil es sich bei der Börsenware um gleichförmige Qualitäten handelt, während die von der schweizerischen Industrie benötigten Rohstoffe und die vom schweizerischen Konsumenten bevorzugten Nahrungsmittel in zahlreichen Qualitäts-Abstufungen geliefert werden müssen. 4)

1) Vgl. Göppert, S. 76.

2) Vgl. Göppert, ZHR. 99, 260.

3) An einzelnen Warenbörsen werden ausser BTG auch Effektivgeschäfte Versicherungsgeschäfte und andere mit dem Warenhandel zusammenhängende Geschäfte abgeschlossen.

4) Vgl. Nat. Zt. 1937 Nr. 100, Artikel: «Kosten- und Preisfragen im Schweizer Importhandel».

In New-York werden vor allem zur Ablieferung auf Terminverträgen die non descript Cotton 1) verwendet, die für den Spinner gänzlich unverwendbar sind. «Dank der Zertifizierung kann ein solches Los während eines Jahres immer wieder von neuem angedient und nach Abschluss desselben das Zertifikat erneuert werden. Geht dies schliesslich nicht mehr, so nimmt eine solche Partie Baumwolle oft in einer Papiermühle oder in der Wattefabrikation niedersten Standes ihr Ende. So ist es möglich, dass eine derartige Ware zur Abwicklung einer grossen Anzahl von Terminabschlüssen dienen kann.» 2) «Obwohl New-York nicht im amerikanischen «Baumwollgürtel» liegt und seine Bedeutung als eigentlicher Baumwollmarkt klein ist, hat sich die New-Yorker Börse doch zum führenden Spielmarkt des Landes und überhaupt der Welt aufgeschwungen. Die New-Yorker Baumwollbörse setzt wahrscheinlich mehr in «Papierbaumwolle» um, als sämtliche anderen Märkte der Welt an wirklicher und Papierbaumwolle zusammen.» 3) In New-York kann es vorkommen, dass trotz Riesenernten ein Mangel von Kontraktware besteht. Die Lieferung effektiver Ware findet in andern Terminhandelszweigen z. B. in Getreide oder Kaffee, in höherem Masse statt als im Baumwollterminhandel.

An Stelle der Ware werden vielfach über sie ausgestellte Lade- und Lagerscheine umgesetzt. In den Vereinigten Staaten geht die sog. Terminware im Getreidehandel dauernd von Hand zu Hand. Der vielfältige Umsatz von Kontrakten verursacht keine Spesen und wirkt daher nicht verteuernd, wie jede Handänderung im Effektivhandel. Man kam dazu, nicht mehr von einem Handel in der und der Ware zu sprechen, sondern von einem Handel in Kontrakten. Es ist indessen nützlich zu unterstreichen, dass die Kontrakte keine «papierenen» Kontrakte sind, sondern dass sie das vertragliche Recht auf die effektive Lieferung zu einem bestimmten Termin, einer bestimmten Qualität und eines gegebenen Gewichtes der in Frage stehenden Ware geben. Großhändler, die Terminwaren beziehen, müssen die Ware für den Wiederverkauf nach den für die Produktion oder den Konsum gebräuchlichen Qualitäten sortieren. 4)

Trotzdem das BTG in Waren nicht unmittelbar auf eine Warenbewegung abzielt, dient es doch mittelbar dem Güterumlauf in mannigfacher Weise. Unsere Aufgabe ist es somit, Klarheit darüber zu schaffen, dass es im Wesen des Terminmarktes liegt, nur einen Teil der Ware effektiv zu bewegen

1) Vgl. Prion, Hb StW, II, 1006.
2) Vgl. Heinzmann, S. 4. Vgl. ferner Alexander, ZHR 97, 411: «Wenn der Richter hört, dass die im Bremer Terminmarkt gehandelte Baumwolle von so minderer Qualität ist, dass der Spinner sie fast nie abnimmt, so wird er den Schluss ziehen, er habe mit seiner Einstellung völlig recht, die Ware sei nur ein Deckmantel für das Börsenspiel . . .».
3) Vgl. Bas. Nachr. 1938, Nr. 260, Artikel: «Amerikas Umsätze in Papierbaumwolle». Vgl. die dort angeführte Umsatzstatistik.
4) Z. B. im Hamburger Kaffeehandel dürfen in einem Terminlos von 500 Sack Kaffee $^2/_3$ mit Steinen und schwarzen Bohnen durchsetzt sein. Beispiel zit. bei Müller-Erzbach, S. 585.

II. Die Kurssicherung.

Die Kurssicherung ist die wirtschaftlich wichtigste Funktion dieser Geschäftsart. Sie bietet sämtlichen an den Weltrohstoffpreisen interessierten Firmen die Möglichkeit, sich durch Terminkäufe oder -verkäufe gegen die mit den Schwankungen der Preise verbundenen Risiken zu versichern, indem diese Risiken auf die Gesamtheit der am Terminmarkt Beteiligten verteilt und so für den Einzelnen tragbar gemacht werden. 1) Die moderne Güterverteilung bringt es mit sich, dass ein Produkt durch verschiedene Hände geht bis es dem Verbraucher zugeführt wird, für den es bestimmt ist. Als ein unentbehrliches Hilfsgeschäft begleitet das abstrakte BTG die individuelle Ware auf ihrem Gange vom Erzeuger bis zum Verarbeiter. Dies erklärt uns zur Hauptsache, warum an der Warenbörse der gesamte Geschäftsumsatz einer Ware das Vielfache der tatsächlich greifbaren Menge der gehandelten Ware übersteigt.

BTG, die zu Kurssicherungszwecken abgeschlossen werden, bezeichnet der Warenhandel mit dem Namen «Deckungsgeschäfte» (franz. arbitrage en couverture d'effectif). Im Baumwollhandel ist auch der aus der englischen Sprache stammende Ausdruck «Hedgegeschäfte» (Hedging - einhagen) dafür üblich.

Die Kurssicherung geht von der Voraussetzung aus 2), dass der Preis für effektive Ware mit dem Terminpreis steigen oder fallen werde, sodass die Schaffung des Gegenpostens eine Hausse oder Baisse, durch eine entsprechende Bewegung nach jeder Seite hin ausgleichen wird. Der Preis für greifbare Ware und der Terminpreis wird unter normalen Bedingungen die gleichen Schwankungen erleiden. Obwohl diese theoretische Uebereinstimmung in mehr oder weniger grossem Masse gestört sein wird, folgen sich nicht destoweniger ihre Schwankungen in der Praxis sehr regelmässig. Daraus ergibt sich, dass der Schutz, welcher durch die Deckungsgeschäfte gegen die Kursschwankungen geboten wird — so vollständig er theoretisch sein mag — in Wirklichkeit nur teilweise sein wird, aber im ganzen genommen genügend um vorteilhaft weitgehend angewendet zu werden. Die Sicherungskäufe und -verkäufe am Terminmarkt dürfen nicht mechanisch durchgeführt werden. Wenn z. B. am Rohstoffmarkte ausgesprochene Haussemomente in Erscheinung treten, bringt eine weitere Sicherung gegen eine Preissenkung zwecklosen Verlust.

Der Grosskaufmann, der Fabrikant, der Händler und andere Agenten suchen durch Deckungsgeschäfte ihren üblichen Gewinn zu sichern, indem sie das durch Preisschwankungen hervorgerufene Verlustrisiko vermeiden und zu gleicher Zeit auf die Möglichkeit eines spekulativen Gewinnes verzichten. Das Deckungsgeschäft

1) CCI, Druckschrift Nr. 81, S. 13.

2) Vgl. die Ausführungen im Report on Commodity Exchange Trading du Comité Spécial de la Chambre de Commerce des Etats Unis d'Amérique: Zit. in CCI, Druckschrift Nr. 81, 12.

schützt jedoch vor gewissen Risiken nicht, wie z. B.: gegen die Aenderungen des Reports oder Deports, der Preise zwischen greifbarer Ware und Terminware,- und was die Mehlhändler anbetrifft, vor der Ungewissheit der Preise, zu welchen die Unterprodukte verkauft werden können.

Es ist ferner zu erwähnen, dass die BTG in Baumwolle nicht gegen die «écarts» zu sichern vermögen. 1) Im Baumwollhandel versteht man unter dem Ausdruck «écart» (Spannung) einen Zu- oder Abschlag auf dem Preis der Baumwollterminware anlässlich der Feststellung des Wertes der verschiedenen Baumwollsorten. Das Ueberangebot, die mangelnde Nachfrage oder die Unzulänglichkeiten gewisser Sorten, offenbaren sich in den Schwankungen der «écarts». Der niedere Typ der Terminware und die Oszillationen des Terminmarktes werden vom Produzenten und Effektivhandel oft sehr lästig empfunden. 2)

Vom Anbau der Baumwolle in den Südstaaten von Amerika bis zur Ausfuhr der Fertigfabrikate aus Europa können sich das Deckungsgeschäft: der Pflanzer, der Exporteur, der Importeur, der Spinner, der Fabrikant und der Exporteur der Fertigfabrikate, zunutze machen. Wir wählen als Beispiel die Kurssicherung des Importeurs und des Spinners aus.

Ein Importeur in Liverpool hat von einem Baumwollhändler in den Südstaaten Baumwolle lieferbar im März zu einem bestimmten Preis, angenommen zum Beispiel zu $8^1/_4$ d. per lb. gekauft. Unmittelbar darauf verkauft er auf Termin Baumwolle, 3) lieferbar im Mai zu 8 d. per lb. Sein Einfuhrvertrag kostet ihn somit $^1/_4$ d. per lb. mehr als der Preis seines Terminverkaufes. Wenn die Baumwolle ankommt, kann der Importeur nach der Konjunkturlage gezwungen sein, sie zu $7^1/_2$ d. per lb. an einen Spinner zu verkaufen. Er verliert dabei $^3/_4$ d. per lb. Für einen Teil des Verlustes ist er jedoch durch das BTG gesichert, weil er die Möglichkeit hat zu $7^1/_2$ d. per lb. zurückzukaufen. Dies ergibt einen Gewinn von $^1/_2$ d. per lb. gegenüber einem Verlust von $^3/_4$ d. per lb. auf der eingeführten Ware. Hätte der Importeur kein Deckungsgeschäft abgeschlossen, würde er $^3/_4$ d. per lb. verloren haben. (d. h. £ 150.—.— anstatt nur £ 50.—.— auf 100 Ballen). Wie wir sehen, ist der Verlust von $^1/_4$ d. per lb. nur durch eine entgegengesetzte Bewegung der Spannung (écart) entstanden. Falls sich die Marktlage entgegengesetzt, à la hausse, entwickelt und sich der «écart» erhöht hätte, wäre das Gegenteil eingetreten. Der Importeur hätte auf Grund der Erhöhung des «écart» auf seiner Baumwolle gewonnen. 4)

1) Vgl. CCI, Druckschrift Nr. 81, 13 ff.

2) Vgl. v. Schanz, S. 490.

3) Bedingungen der Liverpool Cotton Association Ltd. Schlusseinheit: 100 Ballen = 48,000 lbs. Preisnotierung: in pence und hundertstel pence per lb. (Preisbewegung $^1/_{100}$ d. per lb. = £ 2.—.— für die Schlusseinheit)

4) Vgl. CCI, Druckschrift Nr. 81, 15.

Die Baumwollspinnerei ist wegen der grossen und schnellen Schwankungen der Baumwollpreise ein sehr riskantes Gewerbe. 1) Der Spinner ist oft genötigt, Baumwolle zu kaufen ohne gleichzeitig Garn vorverkaufen zu können. Deckt sich ein Spinner mit einem grösseren Vorrat Baumwolle ein, oder bleibt er auf einem grösseren Posten Garn sitzen, weil der Absatz stockt, so steht er in einer gefährlichen Spekulation à la hausse. Fällt der Baumwollpreis, wird er einen grossen Verlust an seinen Garnen erleiden, weil andere Spinner, die sich später und daher billiger eingedeckt haben, in der Lage sein werden, mit ihren Garnpreisen weiter hinunter zu gehen. Gleichzeitig mit dem Einkauf effektiver, zum Verspinnen geeigneter Baumwolle, 2) verkauft der Spinner eine entsprechende Menge Rohbaumwolle am Terminmarkt. Er wird seinen Terminvertrag zurückkaufen, wenn er einen entsprechenden Abschluss in Garnen mit einer Weberei machen konnte. 3) Der Baumwollterminhandel ist der einzige Weg zur sicheren Kalkulationsgrundlage im Garn- und Gewebegeschäft.

Die Bevorschussung von Welthandelsgütern (Finanzierung). Die Möglichkeit der Risikoversicherung durch das BTG ist die Voraussetzung aller Kreditgeschäfte im Baumwollhandel. Die Shipper (Importeure und Exporteure) und die Reedereien arbeiten bei der Finanzierung des Baumwollgeschäfts vielfach mit Krediten grosser Banken. Die Banken können einen Posten eines Welthandelsgutes fast zum vollen Tageswert lombardieren, wenn sich der Besitzer durch einen entsprechenden Terminverkauf gegen das Risiko einer Preisermässigung gesichert hat. Tritt diese ein, so kann der Gewinn auf dem BTG jederzeit durch Glattstellung flüssig gemacht werden. 4)

Die schwebenden Terminverpflichtungen können, wenn sie ihren Zweck erfüllt haben, vernünftigerweise überhaupt nur durch ein Gegengeschäft aufgelöst werden. Der Kauf mit offenkundigem Differenzmotiv ist kein Scheingeschäft. 5) Er kann, wie die verschiedenen Beispiele gezeigt haben, unter Umständen direkt als kaufmän-

1) Vgl. Göppert, S. 20 f.

2) Gewöhnlich arbeitet ein Einkaufsagent für bestimmte Spinnereien und versorgt diese nicht nur mit Effektiv-Offerten, sondern führt auch die BTG seiner «Häuser» durch. (Vgl. Coppetti, S. 100).

3) Vgl. weitere Beispiele in BGE 65 II, 25, ferner Zür. HK S. 11 f.

4) Vgl. CCI, Druckschrift. S. 17 ff.

5) Dies hat auch das Bundesgericht im letzten BGE 65, II, 27 anerkannt. «Das bisher verwendete Kriterium der vertraglichen Wegbedingung der effekiven Erfüllung ist aber deswegen nicht schlüssig, weil es durchaus ernsthafte Termingeschäfte gibt, bei denen die Parteien sehr wohl die effektive Lieferung vertraglich ausschliessen könnten, ohne dass deswegen die Ernsthaftigkeit des Geschäftes irgendwie in Zweifel zu ziehen wäre. Dies ist der Fall beim sog. Deckungskauf, . . .».

nische Pflicht bezeichnet werden. 1) Eine Rechtssprechung, 2) die solchen Transaktionen den Rechtsschutz versagt und sie dadurch erschwert, gefährdet auf die Dauer die Struktur des internationalen Handels und führt entweder zu einer Konzentration des internationalen Warengeschäftes in der Hand weniger grossen Firmen, die in der Lage sind, die Risiken, für welche die andern am Terminmarkt Sicherung suchen müssen, in sich auszugleichen, oder zu einer Verteuerung der Waren durch die dann notwendige Einrechnung von erheblichen Risikoprämien. 3)

III. Die Warenterminspekulation.

Das hinsichtlich der markterweiternden Tätigkeit der Spekulation am Effektenterminmarkt Gesagte, gilt auch hier. Eine regelmässige Preisbildung kann an der Warenbörse nur zustande kommen, wenn Angebot und Nachfrage in grösstem Umfange an sie gelangen, wenn die durch Naturereignisse und den natürlichen Ablauf der Jahreszeiten bedingten Anstürme und Abflüsse von Geld und Waren von der ausgleichenden Spekulation abgefangen werden. Die Spekulation erfüllt an der Warenbörse eine unentbehrliche Funktion, welche viele Aehnlichkeit mit der eines Versicherers gegen Feuerschaden 4) hat.

Die Spekulation überbrückt die heftigen Preisschwankungen auf dem Warenterminmarkt. Die Warenmärkte, an denen kein Terminverkehr stattfindet, können durch plötzlichen Wechsel der Marktlage, die durch die Ernten landwirtschaftlicher Erzeugnisse hervorgerufen wird, viel schwerer in Mitleidenschaft gezogen werden. Auf den Terminmärkten kann der Preis einer Ware immer aufgezeichnet werden, aber auf den andern Märkten kommt es vor, dass überhaupt kein Preis festgesetzt werden kann. Es ist dann unmöglich dort Geschäfte abzuschliessen. 5)

Wenn die Preisschwankungen schnell aufeinander folgen, ist der Terminspekulant bereit, zu den verschiedenen Stadien der Preisentwicklung zu kaufen oder zu verkaufen, es herrscht eine ununterbrochene Geschäftsfolge. Durch sein rasches Eingreifen arbeitet der Spekulant ausserordentlichen Kurssprüngen entgegen. Es ist wahr, dass ein lebhafter Terminverkehr zu einem Wellengekräusel leichter Preisveränderungen führt. Betrachtet man aber einen längeren

1) Vgl. Hamburger Fremdenblatt, 30. Juni 1931, Nr. 179, Wirtschafts- und Börsenblatt: «Einseitige Warenhausse: Immer wo es sich herausstellt, dass ein Unternehmen dadurch, dass es unterlassen hat, sich für seine Rohstoffeinkäufe eine Preissicherung am Terminmarkt zu schaffen, Verluste erlitten hat, sollten die Aktionäre von dem Recht Gebrauch machen, die Geschäftsleitung regreßpflichtig zu machen». Zit. bei Alexander, ZHR 97, 398.

2) Das Bundesgericht hat nach konstanter Praxis solchen Transaktionen stets Rechtsschutz gewährt. Vgl. BGE 65 II, 25.

3) Vgl. Göppert, ZHR 99, 260.

4) Vgl. CCI, Druckschrift Nr. 81, S. 16.

5) Ebenda.

Zeitabschnitt, so besteht eine enge Wechselbeziehung zwischen dem Börsentermingeschäft und der Verringerung der Preisschwankungen. 1) Wo Trusts und Syndikate eine gleichmässige Preisentwicklung durchsetzen, bleibt der Terminhandel nicht lebensfähig (z. B. Kohlensyndikate, Petroltrusts). 2)

Der Handel, der infolge des Entlastungsbedürfnisses der Erzeugung zu bestimmten Zeiten auf den Markt strömende Massen auf zunehmen hat, ohne in der Lage zu sein, sie unmittelbar in den Verbrauch zu führen, vermag das damit verbundene Risiko nicht zu tragen. Die Kapitalkraft des Einzelnen reicht dazu nicht aus. Der Terminhandel erlaubt die Aufnahme der geernteten landwirtschaftlichen Erzeugnisse, verhindert einen ungerechtfertigten Preisdruck und sichert der Landwirtschaft eine angemessene Entschädigung für ihre Arbeit. 3) Er hält die Welthandelsgüter so lange in Schwebe, bis sie dahin gelangen, wo der höchste Preis den stärksten Bedarf anzeigt. Beim BTG greifen Gegenwart und Zukunft ineinander. Wenn gute Ernten bevorstehen, werden die Terminpreise herunter gehen, die Preise der Gegenwart und Zukunft nähern sich. Umgekehrt werden die BTG auf künftige Monate steigen, wenn die Ernteaussicht sich ungünstig zu stellen scheint. Die Verkäufer werden dann sich zurückhaltend zeigen, der Gegenwartspreis wird steigen. Die Berücksichtigung von Vorrat und späterer Erzeugung durch die Spekulation ist volkswirtschaftlich nützlich, sie führt zu einem Ausgleich der Preise von Gegenwart und Zukunft und vermeidet grössere Preisschwankungen, wirkt auch regulierend auf den Verbrauch. 4) Die Terminpreise werden sich den am Termin auftretenden Effektivpreisen umso mehr nähern, je geschickter und umfassender die Vorausschätzung (Statistiken, Erntenachrichten usw.) über den Stand der Welterzeugung durch die Spekulation ist.

Die abstrakten Typen des Terminhandels ermöglichen die Arbitrage von Börsenplatz zu Börsenplatz. Die internationale Arbitrage spielt, infolge der hohen Kosten der Ortsveränderung im Börsenverkehr des Warenhandels eine viel geringere Rolle als jene im Bankverkehr. 5) Wegen den Frachtkosten hat sich im Warenhandel eine besondere Art der Arbitrage entwickelt, die sog. Terminarbitrage (engl. straddle). Sie ist keine reine Arbitrage, denn sie sucht die Gewinne nicht unter dem Verzicht der Zeitspekulation zu erzielen. Sie beruht auf der Voraussetzung, dass es für die Terminpreise derselben Type und desselben Termins auf verschiedenen Märkten oder verschiedenen Terminen auf denselben Märkten oder auf verschiedenen Märkten oder für die Preise verwandter Typen durch die Wirtschaftsverhältnisse bedingte Preisschwankungen gibt, die durch Vorkommnisse im Spekulationsmarkte nur vorübergehend am

1) Vgl. CCI Druckschrift Nr. 81, S. 16.
2) Vgl. Müller-Erzbach, S. 589.
3) Vgl. CCI, Druckschrift Nr. 81, S. 16.
4) Vgl. v. Schanz, S. 489.
5) Vgl. Hellauer, Hb BetrW V, 914.

Durchbruch verhindert werden können. Ist die natürliche Preisspanne gestört, dann kauft man zu verhältnismässig zu niedrigen und verkauft zu verhältnismässig zu hohen Preisen, um bei Wiedereintreten der natürlichen Spannung die BTG durch Gegengeschäfte glattzustellen. Es findet kein effektiver Umsatz, sondern nur eine Differenzabrechnung statt. Durch die Arbitrage wird nicht nur eine bessere Preisausgleichung herbeigeführt, es wird auch der Effektivhandel, der sich mit der räumlichen und zeitlichen Verteilung der Ware beschäftigt, rechtzeitig aufmerksam gemacht, wo der Bedarf am grössten sein wird.

Die grosse Zahl der sachverständigen Spekulanten, die ihrer Meinung durch Abschlüsse am Terminmarkt Ausdruck verleiht, bildet die Gewähr für richtige Preisbildung. Die Terminpreise sind dem Produzenten wie auch den Verbrauchern richtungsweisend für ihre privatwirtschaftlichen Verhältnisse. Die Spekulanten brauchen nicht unbedingt ausserhalb der Branche gesucht zu werden. Die Verbindung von Effektivhandel mit Sicherung durch den Terminhandel und mit reiner Preisspekulation kommt sehr häufig vor. An den Grosshandelsplätzen bildete sich ein Stand von Börsenhändlern heraus, der sich einzig mit der Preisbildung befasst und nichts mit der effektiven Ware zu tun haben will. — Unter Spekulanten haben wir hier jene Kaufleute, die Börse, Ware, Markt und Wert des Geldes kennen, verstanden.

Die Loslösung des Terminhandels von der effektiven Ware hat die Beteiligung weiter Publikumskreise an der Warenspekulation zur Folge gehabt. Während im Effektenhandel schliesslich jedermann als Interessent angesprochen werden kann, der selbst über ein kleines Vermögen verfügt, und Anlage in Effekten sucht, bietet der Warenterminhandel auch solchen Personen Gelegenheit in Waren zu spekulieren, von denen sie überhaupt nichts verstehen. Die zahlreichen Faktoren, die in der Preisbildung der Weltrohstoffe mitsprechen sind schwer übersehbar. Dem Aussenseiter fehlen die notwendigen Fachkenntnisse des Handelszweiges. Das dem Warengrosshandel fernstehende Publikum kann aus den Marktberichten und den Mitteilungen über die Verhältnisse, die für das Steigen oder Fallen bestimmter Waren von Bedeutung sind (Klima, Wetter, Krankheiten der Pflanzen, Qualitätsausfall usw.) keine selbständigen Schlüsse ziehen. Es muss sich auf die Erläuterungen und Ratschläge der Warenbörsenagenten verlassen. Ein skrupelloser Agent kann einen unerfahrenen Kunden zu einer Spekulation à la hausse in einer bestimmten Ware veranlassen, einen andern Kunden gleichzeitig zu einer Spekulation à la baisse. Von beiden streicht er die Kommission ein und führt die Aufträge an der Börse nicht aus. Die Aussenseiter handeln nach den täglichen einlaufenden Berichten und unterliegen augenblicklichen Stimmungen. Die Marktberichte üben einen grossen Einfluss auf die Spekulanten aus.

Das urteilsunfähige Publikum spekuliert in den verschiedensten Waren, für die an irgend einer ausländischen Warenbörse ein Ter-

minmarkt besteht, so in Baumwolle, Weizen, Zucker, Cacao, Kaffee, Gummi, Baumwollöl, Schmalz, Kupfer, Zinn usw. 1) Wer sich einmal auf BTG eingelassen hat, lässt dem ersten weitere Kontrakte folgen. 2) Verliert ein Kunde in der einen Ware, so werden ihm von gewissenlosen Agenten gewinnversprechende Kontrakte in einer andern Ware empfohlen, oder abwechslungsweise Verträge in der entgegengesetzten Richtung vorgeschlagen. Gewisse Remisiers gehen einfach darauf aus, die Aussenseiter zu möglichst vielen Geschäftsabschlüssen zu verleiten, um recht viele Provisionen zu erhaschen. 3)

Die Aussenseiter haben reinstes Spielinteresse und tragen unter Umständen dazu bei, die eigentlichen wirtschaftlich berechtigten Operationen mit ihren Käufen und Verkäufen zu überwuchern. Das Einschussystem gibt dem Börsenhändler gegenüber dem auswärtigen Spieler eine grosse Ueberlegenheit. 4) Der Börsenhändler hat die Neigung, die Preise zu Ungunsten der Aussenseiter zu beeinflussen und diese zu Nachschussforderungen zu veranlassen. Dadurch wird ihnen oft die Fortsetzung der Spekulation verunmöglicht. 5) Sie werden mit erheblichem Verlust, wofür der Ein- und Nachschuss aufkommt, «aus dem Engagement geworfen». Werden auf dem Terminmarkt täglich die gesamten aussenstehenden Verpflichtungen und deren Verteilung auf die einzelnen Lieferungsmonate veröffentlicht, so sind solche Machenschaften ziemlich aussichtslos. 6)

Der Warenterminhandel kann seine unentbehrlichen Funktionen nur erfüllen, wenn er sich auf breiter Grundlage vollzieht und das Risiko von zahlreichen Schultern getragen wird. Die Beteiligung weiterer Kreise bedeutet, dass sie ihr Kapital oder ihren Kredit zur Verfügung stellen, was zum Ausgleich der Konjunkturen beiträgt. 7)

1) Vgl. Zür. HK, S. 20.
2) Ebenda.
3) Vgl. Bericht der Thurgauer HK. in Schweiz. Handelsz. 1940 Nr. 16.
4) Vgl. die Ausführungen bei v. Schanz, S. 488, ferner Hellauer, Hb der BetrW, V, 910.
5) Vgl. v. Schanz, S. 488.
6) NZZ 1939, Nr. 1854, Artikel «Vor Beschränkungen im amerikanischen Baumwollterminhandel». Die Comodity Exchange Administration, der unter dem Warenbörsengesetz der USA die Aufsicht über alle Getreide- und Baumwollbörsen des Landes obliegt, behauptet, dass tatsächlich im Baumwollterminhandel eine Gefahr der Marktbeeinflussung von Grossspekulanten bestehe. «Sie weist z. B. darauf hin, dass in der Juliposition im Jahre 1938 vom April des Jahres an von einer Firma eine Hausseposition aufgebaut wurde, die schließlich 60% der gesamten offenen Position in diesem Lieferungsmonat kontrollierte . . . Im ganzen wurden von den Regierungssachverständigen 6 derartige Fälle in der Zeit von Mitte 1937 bis Mitte 1939 gefunden». «ZurVermeidung spekulativer Uebertreibungen im Baumwolltermingeschäft sollen nach Vorschlägen der amerikanischen Regierung gesetzliche Höchstgrenzen für die Tagesumsätze und offenen spekulativen Positionen von Einzelpersonen und Firmen am Baumwollterminmarkt eingeführt werden». Gesetzliche Höchstgrenzen für die spekulative Betätigung an den Getreidebörsen wurden bereits in Kraft gesetzt.
7) Vgl. Prion, Hb StW II, 1092.

Das unkundige Publikum kann aber dem Warenterminmarkt das reine Gepräge eines Spekulationsmarktes geben. Es pflegt den Warenmarkt hauptsächlich während grosser Preisschwankungen aufzusuchen, die seine Phantasie anregen. 1) In solchen Zeiten kann die massenhafte Preisspekulation fachlich nicht beteiligter Kreise die Marktlage leicht verfälschen und zu stossweisen Kurssprüngen führen. 2) Die Ausartungen der mit dem Börsentermingeschäft verbundenen Spekulation sind eine Quelle der Beunruhigung und Gefahr des ernsthaften Handels. Der vom Syndicat Général de la Bourse de Commerce de Paris 3) aufgestellte Satz «le fonctionnement régulier des bourses de marchandises est en proportion directe du nombre de spéculateurs qui y fréquentent» wird durch die Erfahrungen widerlegt. Das Gleiche gilt für den Satz von Graffenried: 4) «An der Börse muss jede Spekulation, gleichviel ob Ernst oder Spiel, ob durch Reallieferung oder auf dem kombinierten Wege der Kompensation erfüllt, mit der Charakterlosigkeit einer elementaren Naturkraft, zur Erregung des wirtschaftlichen Lebensprozesses, ihren grossen oder kleinen Beitrag leisten.» Wenn die Parallelität der Preisentwicklung durch die Aussenseiter am Terminmarkt und am Effektivmarkt gestört wird, kann das BTG seine wirtschaftliche Funktion nicht mehr mit Sicherheit erfüllen. An der Warenbörse ist die Verbindung mit der Effektivware möglichst zu sichern durch entsprechende Geschäftsbedingungen. Auf die Dauer kann der Zusammenhang zwischen Terminmarkt und Effektivmarkt durch Ausschreitungen der Spekulation nicht gestört werden. Die Warenliquidationskassen können durch die Festsetzung der Ein- und Nachschüsse unsolide Elemente fernhalten und die grossen Ausschreitungen der Spekulation hemmen. 5)

1) Vgl. Göppert, S. 73.

2) Nat. Zt. 1938, 8. April, Artikel «Der Nestlé-Geschäftsbericht»; «Von besonderer Tragweite erwies sich der Umstand, dass der Rohstoffmarkt, auf dem sich grundsätzlich nur die Verbraucher betätigen sollten, buchstäblich zum Spielball der Spekulanten wurde, die auf diesem Gebiet kein anderes Interesse besitzen als die Erzielung von Kursdifferenzen. Dieser Eingriff der Spekulation hat sensationelle Kurssteigerungen auf dem Kakaomarkt hervorgerufen, dessen Preise nachher wieder gefallen sind und fast den Tiefstand von 1935 erreicht haben».
Vgl. Verluste der Schweizer Kleinspekulanten in Kakao, Artikel: *** im Schweizer-Spiegel.

3) CCI, Druckschrift Nr. 81, S. 16 f.

4) S. 25.

5) NZZ 1939, Nr. 1950, Artikel «Gefahren der Terminspekulation»: In den ersten Kriegswochen hatte die Chicagoer Getreideterminbörse die Mindestkurseinschüsse für Weizen auf 900 $ verdoppelt, um nicht kleine Leute in Versuchung zu führen, mit 400-500 $ im Weizenmarkt spekulieren zu wollen. Die Verdoppelung der Getreideeinschüsse erwies sich so wirksam, dass sie fast die gesamte Spekulation aus dem Weizenterminmarkt heraustrieb. Mit der Rückkehr normaler Verhältnisse wurde der Kundeneinschuß wieder auf 500 $ herabgesetzt.

4. ABSCHNITT

DIE BUNDESGERICHTLICHE PRAXIS ÜBER DAS DIFFERENZGESCHÄFT

§ 13. Die geschichtliche Entwicklung des Differenzgeschäftes

Bis zum Inkrafttreten des Obligationenrechtes (1883) entbehrte die Schweiz einer einheitlichen Regelung der Differenzgeschäfte. 1)

Der in den Jahren 1863—1865 von Walther Munzinger ausgearbeitete Entwurf eines schweizerischen Handelsrechts überging absichtlich das Differenzgeschäft. Rechtfertigend bemerkt der Verfasser in den Motiven, S. 246: «Bei diesem Widerstreit der Ansichten auf den schweizerischen Handelsplätzen hat es der schweizerische Entwurf vorgezogen, die Frage selbst nicht zu entscheiden und sie der Gesetzgebung und Jurisdiktion der Kantone zu überlassen.»

Der Entwurf eines Bundesgesetzes des Obligationenrechts vom Jahre 1877, der aus den Kommissionsberatungen des Jahres 1876 hervorging, enthielt in zwei Artikeln folgende Bestimmungen:

Art. 726: «Aus Spiel und Wette entsteht keine Forderung».

Art. 728a: «Die Lieferungsgeschäfte werden nach den Grundsätzen der Art. 726 und 727 beurteilt, wenn sie ein Spiel oder eine Wette enthalten».

Der Entwurf des Bundesrates aus dem Jahre 1879 verschmolz diese beiden Artikel zu der folgenden Norm:

Art. 522: «Aus Spiel und Wette entsteht keine Forderung. Dieses bezieht sich auf Darlehen und Vorschüsse, die wissentlich zum Behufe des Spieles und der Wette gemacht werden, sowie auf Lieferungs- und Differenzgeschäfte über Waren und Börsenpapiere, welche den Charakter eines Spieles oder einer Wette haben.«

Zwischen den eidgenössischen Räten, denen der Entwurf vorgelegt wurde, entstand eine Meinungsverschiedenheit über die Zweckmässigkeit der im Art. 522 getroffenen Regelung. «Zu Gunsten der Klagbarkeit wurde angeführt, das Differenzgeschäft sei in vielen Fällen nicht von einem realen Kaufgeschäft zu unterscheiden, es sei unmöglich, den Begriff durch objektive Merkmale zu bezeichnen,

1) Ueber die frühere kantonale Gesetzgebung und Rechtssprechung vgl. Rossel, S. 498 ff.

überdies gebiete die Gesetzgebungspolitik, die Klagbarkeit zuzulassen, weil die Differenzgeschäfte dadurch am besten verhindert werden. Anderseits wurden auf die ökonomischen Verwüstungen und die vielen Opfer hingewiesen, welche dieses Spiel nach sich gezogen habe. Es wurde geltend gemacht, dass die Schwierigkeit der Ermittlung kein Grund sei, etwas zu gestatten, was als verwerflich erscheine, und dass nicht einzusehen sei, weshalb das Verbot der Differenzgeschäfte dieselben eher begünstigen könne, als die Gestattung. Entstehen aus dem Verbote für denjenigen Nachteile, welcher als Spielhalter zu betrachten sei, so sei er nicht zu bedauern, da er in der Regel die Mittel besitze, seinerseits die Chancen des Spieles zu kennen, vielleicht sogar die ungünstigsten Chancen abzuwenden.» 1)

Der Ständerat lehnte mit der Redaktionskommission die Klagbarkeit des Differenzgeschäftes ab. Dagegen schloss sich der Nationalrat auf Antrag des Genfers Pictet dem Genfer Gesetz an, indem er folgenden Beschluss fasste: «In den nach Handelsgebräuchen abgeschlossenen Lieferungsgeschäften über Waren oder Börsenpapiere kann die Einrede des Spieles nicht erhoben werden» 2). Weil sich die beiden Räte nicht einigen konnten, wurde der Artikel an den Bundesrat zurückgewiesen und dieser berichtet hierauf: «Aus Opportunitätsrücksichten wird an der ursprünglichen Fassung des Entwurfes festgehalten, in der Meinung, dass das, was der nationalrätliche Entwurf anstrebt, in der Praxis der Gerichte sich von selbst Bahn brechen werde» 3). Der Nationalrat gab im Vertrauen auf die «Meinung des Bundesrates» nach. Darauf erhielt das Gesetz als Artikel 512 a. OR folgende endgültige Fassung:

> «Aus Spiel und Wette entsteht keine Forderung. Dasselbe gilt von Darlehen und Vorschüssen, welche wissentlich zum Behufe des Spieles oder der Wette gemacht werden, sowie von solchen Lieferungs- und Differenzgeschäften über Waren und Börsenpapiere, welche den Charakter eines Spieles oder einer Wette haben».

Französischer Text:

> «Le jeu et le pari ne donnent lieu à aucune action en justice. Il en est de même des avances ou prêts faits sciemment en vue d'un jeu ou d'un pari et de ceux des marchés à terme sur des marchandises ou valeurs de bourse qui présent les caractères du jeu ou du pari».

Die beiden Texte sind nicht gleichlautend 4). Abgesehen davon, dass im französischen Text «et de ceux» sich grammatikalisch auf «avances ou prêts» bezieht, während es sich nach logischer Ausle-

1) Vgl. Haberstich, S. 89.

2) Vgl. Jeanneret, S. 154.

3) Schneider, OR 2. Ausg. (1896) 695 n. 8, zit. bei Cohn, S. 56.

4) Der italienische Text folgt dem Wortlaut des deutschen Textes (. . . e per quei contratti a termine differenziali sopra . . .)

gung auf »marchés à terme» zu beziehen hat, spricht der deutsche Text von zweierlei Arten von Differenzgeschäften, von solchen mit und solchen ohne Spielcharakter; der französische Text erwähnt die Differenzgeschäfte überhaupt nicht 1).

Anlässlich der Revision des a. OR erhielt Art. 512 II nur eine geringfügige Textänderung. In der Expertenkommission 2) wies Oser darauf hin, »dass der gegenwärtige Artikel 1569 auf der falschen Voraussetzung beruhe, es gäbe zweierlei Arten von Differenzgeschäften, nämlich solche mit und solche ohne Spielcharakter. Eine solche Unterscheidung sei bloss bei Lieferungsgeschäften angebracht». Dagegen schlug Schmid auf Grund einer Anregung der Basler Handelskammer 3) folgende Fassung vor: «Termingeschäfte sind nur dann unklagbar, wenn die Absicht beider Parteien in deutlich erkennbarer Weise zu Tage tritt, Lieferung bezw. Annahme auszuschliessen». Diese Fassung würde der konstanten Praxis des Bundesgerichtes folgen, die mit gutem Grund über das Gesetz hinausgegangen sei. Mit Rücksicht darauf, dass eine Aenderung der gegenwärtig herrschenden Praxis des Bundesgerichts möglich sei und einige kantonale Obergerichte, z.B. das Zürcher Obergericht, der bundesgerichtlichen Auffassung nicht folgen, wurde der Antrag verworfen 4).

Die von Oser vorgeschlagene Fassung: «... sowie von Differenzgeschäften und solchen Lieferungsgeschäften über ...» ging in den Gesetzestext über:

Art. 513 OR:

»Aus Spiel und Wette entsteht keine Forderung.

Dasselbe gilt von Darlehen und Vorschüssen, die wissentlich zum Behufe des Spieles oder der Wette gemacht werden, sowie von Differenzgeschäften und solchen Lieferungsgeschäften über Waren oder Börsenpapiere, die den Charakter eines Spieles oder einer Wette haben».

Der französische Text wurde wie folgt verbessert:
«... ainsi que des marchés différentiels et autres marchés à terme sur des marchandises ou valeurs de bourse ...» 1).

Im revidierten OR gibt es nur noch Differenzgeschäfte mit Spielcharakter. Alle anderen Geschäfte sind Lieferungsverträge, die aber unter dem Schleier des Lieferungsgeschäftes ein Geschäft mit Spielcharakter, d.h. ein Differenzgeschäft verbergen können. Die Aenderung des Gesetzestextes hatte keinen Einfluss auf die Praxis des Bundesgerichtes 6).

1) Vgl. Rossel, S. 506.

2) Protokolle, 14. Sitzung, S. 10.

3) Vgl. Fick, Art. 513, Anm. 61.

4) Protokolle, 14. Sitzung S. 11.

5) Koutaïsoff, S. 224 weist darauf hin, daß in der französischen Terminologie der Ausdruck «marché à terme» allgemein nur für das Zeit-Ultimo- oder Termingeschäft gebraucht wird. Hingegen wird der deutsche Ausdruck «Lieferungsgeschäft» für irgend einen Lieferungskauf (marché à livrer) verwendet.

6) Vgl. BGE 40 II 545 Erw. 2.

Im folgenden ist nun zu untersuchen, wann ein BTG sich als Differenzgeschäft darstellt, und wann ein BTG in der Gesetzgebung, Wissenschaft und Rechtssprechung als Differenzgeschäft bezeichnet wird.

§ 14. Die Rechtssprechung des Bundesgerichtes

I. Die Auslegung des Art. 513 OR.

Wir könnten aus der unklaren Fassung des Art. 513, II OR schliessen, dass es zwei besondere Arten von Geschäften gäbe, die das Gesetz in ihren Wirkungen zu Spielverträgen macht: erstens die Differenzgeschäfte und zweitens die Lieferungsgeschäfte über Waren oder Börsenpapiere, die den Charakter eines Spieles oder einer Wette haben. Das Gesetz gibt uns keine Anhaltspunkte über den Zweck dieser Zweiteilung. Wir müssen uns deshalb an die bundesgerichtliche Rechtsprechung halten. Das Bundesgericht hat die beiden Ausdrücke stets als Synonyme betrachtet 1). Der Zusatz: «und solche Lieferungsgeschäfte über Waren und Börsenpapiere, die den Charakter eines Spieles oder einer Wette haben» hat den alleinigen Zweck, den Begriff des Differenzgeschäftes näher zur Kenntnis zu bringen 2). Weil sich die beiden Begriffe: Differenzgeschäfte und Lieferungsgeschäfte mit Spielcharakter vollständig decken, hätte man den im Schrifttum reichlich verworrenen Begriff Differenzgeschäfte vermeiden können 3).

Es fragt sich, was wir unter «Charakter eines Spieles oder Wette» zu verstehen haben. Aus dem Gesetz lässt sich entnehmen, dass Art. 513 II die juristischen Merkmale dieser Begriffe nicht enthält. Wäre dies anders, so würde die Bestimmung eindeutig gelautet haben: Das Differenzgeschäft ist ein Spiel oder eine Wette. Es ist auf wirtschaftliche und moralische Erwägungen abzustellen, wann ein vermeintlich vollgültiges BTG die Grenze der Unwürdigkeit des Rechtsschutzes erreicht, so dass es wie Spiel oder Wette behandelt werden muss 4). Bis auf die im letzten Jahre (1939) erfolgte Aenderung der Rechtsprechung hatte das Bundesgericht in ständiger Praxis bei der Prüfung eines BTG auf seinen Spielcharakter hin erst untersucht, ob das betreffende Geschäft die von ihm aufgestellte Begriffsbestimmung 5) des Differenzgeschäftes erfüllt. Hätte es die

1) Vgl. BGE 17 145; 18 836; 40 II 543; 65 II 21.

2) So Oser, Kom. Art. 513 III 1, vgl. ferner Fisch, S. 119.

3) So der Kommissionsentwurf von 1877, Art. 728a; der französische Text des Art. 512 a. OR verwendet für beide Begriffe den Ausdruck «marchés à terme . . . qui présentent les caractères du jeu ou du pari».

4) Art. 513 ist um der öffentlichen Ordnung und Sittlichkeit willen aufgestellt, vgl. BGE 61 II 117, 58 II 52; 38 II 738 ff.

5) Vgl. S. 89.

juristischen Merkmale des Spieles verlangt, so müssten diese in seiner Definition mitenthalten sein; oder es hätte von einer Definition des Differenzgeschäftes absehen müssen.

Weil im Gesetz nirgends festgelegt ist, wann ein BTG den Charakter eines Spieles annimmt, kann dies der Richter nach Belieben bejahen. Damit ist die Gefahr einer grossen Rechtsunsicherheit gegeben. 1) Die Feststellung, dass kein vollgültiges Kaufgeschäft, sondern ein Differenzgeschäft vorliegt, erfolgt in einem Zeitpunkt, da eine solche Feststellung mit einem wirtschaftlichen Schaden des auf die Erfüllung vertrauenden Vertragsteiles verbunden ist.

II. Die Rechtsprechung.

Das Bundesgericht war stets äusserst zurückhaltend in der Annahme eines Differenzgeschäftes.Ueber 50 Jahre ging es in ständiger Rechtssprechung von einer strengen, formaljuristischen Voraussetzung aus, die es für das Vorliegen einer Spielabsicht verlangte. Erst im Jahre 1939 ist es von seiner bisherigen Praxis abgewichen. Dieser Wandlung kommt eine solche grundsätzliche Bedeutung zu, dass man von jetzt an von einer älteren und neueren Praxis wird sprechen müssen.

1. Die ältere Praxis.

Wer die zahlreichen Entscheidungen auf diesem Gebiet durchgeht, wird sich kaum des Gefühls erwehren können, dass die Rechtsprechung des Bundesgerichts eines festen und sicheren Bodens entbehre. Sie blieb schwankend und widerspruchsvoll, obwohl in allen Fällen formal-juristisch die gleiche Bestimmung des Differenzgeschäftes zugrundegelegt war

Bereits im Jahre 1886 hat das Bundesgericht den Begriff des Differenzgeschäftes wie folgt festgelegt: Ein Lieferungsgeschäft hat Spielcharakter, wenn beide Parteien durch ausdrückliche oder stillschweigende Vereinbarung übereingekommen sind, daß Recht und Pflicht zur wirklichen Lieferung und Abnahme der gekauften oder verkauften Ware ausgeschlossen sein und Gegenstand lediglich die Kursdifferenz bilden soll 2).

Auf Grund dieses Kriteriums des vertraglichen Ausschlusses der Effektiverfüllung hat das Bundesgericht zu den ihm vorgelegten Streitfällen, ob vollgültiges BTG oder Differenzgeschäft gegeben sei, Stellung genommen 3).

Eine solche ausdrückliche Vereinbarung des Ausschlusses der Effektiverfüllung kommt im Leben kaum vor. Und doch hat von je-

1) Der Mangel des Erfüllungszwanges soll von Amteswegen geprüft werden. Vgl. BGE 18 536, 22 511 31 II 60. Der Richter soll aber den Spielcharakter nicht vermuten vgl. Fisch S. 120.

2) BGE 12 382.

3) Vgl. BGE 12 461; 13 505; 17 145; 18 537; 19 307; 20 153; 22 545; 25 II 593; 29 II 643; 31 II 61; 39 II 527; 40 II 545; 44 II 156, 545; 57 II 407; 58 II 52; 61 II 118; 62 II 114.

her die Literatur 1) und daran anschliessend das Bundesgericht — bis in den neuesten Entscheid (BGE 65 II 25) hinein! — reine, wahre, offene, unverhüllte, eigentliche, tatsächliche, verschleierte, verdeckte, uneigentliche Differenzgeschäfte unterschieden. Rein seien Differenzgeschäfte, wenn sich die Parteien gegenseitig versprechen, dass der Verlierer dem Gewinner den Preisunterschied zwischen dem vertraglich abgemachten Preis und dem Börsenpreis zu einem bestimmten späteren Zeitpunkt, dem Stichtag, zu zahlen habe. Dagegen verschleiert, wenn zwei Parteien in der Form eines Lieferungsgeschäftes (gewöhnlich eines BTG) einen Vertrag schliessen, in welchem sie ausdrücklich oder stillschweigend Recht und Pflicht der realen Lieferung des Kaufgegenstandes und der Bezahlung des Kaufpreises ausschliessen; als eigentlicher Gegenstand ihres Vertrages verbliebe lediglich eine allfällige Differenz zwischen dem vereinbarten Preise und dem Börsenpreis der Lieferungszeit. Mit uneigentlichen Differenzgeschäften wolle man durch Güterumsatz die Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis gewinnen 2)

Wie gesagt, gibt es sog. reine Differenzgeschäfte im Leben überhaupt nicht. Sie existieren nur in wirklichkeitsfremden juristischen Konstruktionen. Was als uneigentliches Differenzgeschäft 3) bezeichnet wird, ist wirtschaftlich eine spekulative Unternehmung, die aus zwei rechtlich voneinander unabhängigen vollgültigen BTG besteht 4). Die erwähnten vielfältigen Unterscheidungen sind dazu angetan, in die Materie eine kaum zu meisternde Verwirrung hineinzutragen, wie sonst bei keinem Rechtsgeschäft. Zudem können sie sich seit der Revision des OR (1912) nicht mehr auf das Gesetz stützen 5).

Von der Annahme ausgehend, dass ein ausdrücklicher Ausschluss in der Praxis nie vorkommen dürfte, hat das Bundesgericht jeweils den Abschluss einer stillschweigenden Vereinbarung aus dem Vorliegen bestimmter Indizien, sog. Differenzumstände, gefolgert. 6). Solche Differenzumstände sind namentlich:

1. Fehlen eines Zusammenhanges zwischen der Spekulation und der Berufstätigkeit des Spekulanten; 7)

---

1) vgl. Fisch S. 105, Ritt, S. 3 ff, ferner Huber, S. 25 und die dort angegebene reichhaltige Literatur.

2) vgl. Huber, S. 24 f.

3) vgl. BGE 57 II 408.

4) Vgl. S. 20, ferner S.50 f.

5) Vgl. S. 87.

6) In einzelnen Fällen hat es sogar trotz ausdrücklicher Vertragklausel über effektive Lieferung der Ware, auf Grund von OR Art. 18 Simulation angenommen, dass also effektive Lieferung durch die Parteien stillschweigend ausgeschlossen worden sei (BGE 61 II 114). Diese Annahme geht entschieden zu weit, vgl. die Kritik von Guhl, ZbJV 72 615.

7) BGE 22 547; 31 II 616; 57 II 413; 61 II 119.

2. Fehlende Kenntnis im Börsenwesen; 1)
3. Wahl- und Planlosigkeit im Abschluss der Geschäfte, wie z. B. gleichzeitiges Spekulieren à la Hausse und à la Baisse; 2)
4. Offenbares Missverhältnis zwischen den finanziellen Mitteln und dem Umfange der Spekulation (normalerweise zu überblickendem Verlustrisiko). 3)

Das einzelne Indiz, z. B. der spekulative Charakter des Geschäftes, bildet an sich noch kein schlüssiges Indiz für eine Spielabsicht. 4) Von diesen wichtigsten Differenzumständen kommen in jedem bundesgerichtlichen Entscheid, der zur Bejahung des Differenzgeschäftes kommt, alle zusammen vor.

Da es Aufgabe des Richters ist, von äusseren Vorgängen auf den inneren Willen der Parteien zu schliessen, ist seinem Ermessen grosser Spielraum gewährt. Seine Schlussfolgerungen können nicht zuverlässig sein, weil schon der Tatbestand umstritten ist und das Kriterium das Wesen der Sache nicht trifft. In den einzelnen Fällen hat das Bundesgericht die einzelnen Differenzumstände verschieden bewertet und sich in Widersprüche verwickelt 5). Dessen ungeachtet und trotz stetiger Kritik in der Literatur 6) hat es an seiner Konstruktion in der Annahme des Spielcharakters eines Lieferungsgeschäftes bis vor kurzem zäh festgehalten. Wenn auch anzuerkennen ist, dass das Bundesgericht stets bestrebt war, den Spielcharakter eines Lieferungsgeschäftes auszuschliessen, so geschah dies aus einer Vorsicht, wie sie der wirtschaftlichen Tragweite des Gegenstandes durchaus entspricht. Dieses praktische Ergebnis erfolgte aber ungeachtet der unhaltbaren Konstruktion.

2. Die neuere Praxis.

Der Tatbestand, der das Bundesgericht veranlasst hat,seine bisherige lebensfremde konstruktive Grundlage aufzugeben und die früher erwähnte grundsätzliche Schwenkung vorzunehmen, war kurz folgender:

Frl. St., Angestellte einer Basler Metallhandlung, hat sich anfangs Januar 1937 auf dem Korrespondenzweg mit einer Londoner Maklerfirma in Verbindung gesetzt, sich die Bedingungen für Warentermingeschäfte bekanntgeben lassen und hierauf am 6. März 1937 dem Basler Agenten schriftlich den Auftrag erteilt, für sie «50 t Zink per drei Monate bestens zu kaufen». Der Auftrag wurde zum Preise von £ 34 per t ausgeführt. In der Folge gelang es aber dann nicht mehr, diesen Zink mit Gewinn zu verkaufen, weil der

1) BGE 29 II 647; 57 II 413; 61 II 119.

2) BGE 31 II 66; 44 II 158; 58 II 55; 61 II 117.

3) BGE 18 867; 19 824; 20 463 ; 40 II 547.

4) Vgl. BGE 61 II 120.

5) Vgl. BGE 61 II 117; 62 II 112.

6) Vgl. Temme, S. 689, v. Graffenried, S. 347 ff, Huber, S. 92 ff, Fisch, S.119 Koutaïssoff, S. 221, 233.

Börsenkurs ständig fiel. Die St. konnte eine weitere Nachdeckung auf den geleisteten Einschuß von 20 % nicht aufbringen, worauf die Londoner Firma die 50 t Zink zu £ 468,75 billiger abstiess als seinerzeit gekauft. Da die von St. bei der Auftragserteilung geleistete Bankgarantie nur £ 300 betrug, entstand für die Londoner Firma aus dem Geschäft ein Verlust von £ 168,75, für den sie die Auftraggeberin vor den Basler Gerichten haftbar machte. Die Beklagte erhob gegenüber diesem Forderungsanspruch unter Berufung auf Art. 513 OR die Differenzeinrede und bestritt damit jede Zahlungspflicht.

Von den Basler Gerichten ist im Sinne der bisherigen bundesgerichtlichen Praxis der Differenzeinwand verworfen worden.

Zum gleichen Ergebnis gelangte zwar auch das Bundesgericht, jedoch unter vollständiger Preisgabe des bis dahin stets in Geltung gebliebenen Kriteriums. Die Erwägungen, die es dahin geführt haben, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Ein vertraglicher Ausschluss der Effektivlieferung, und zwar auch der stillschweigende, kommt in der Praxis überhaupt nicht vor, da einem jeden BTG, auch dem in blosser Spielabsicht geschlossenen, stets eine Kombination wirklicher Käufe und Verkäufe zugrunde liegt, die einen Güterumlauf bewirken und somit auf die Preisgestaltung von Einfluss sind, während nach der bisher verwendeten Definition gerade das Fehlen eines Güterumsatzes als Kennzeichen für blosses Spiel bezeichnet wurde. Ob der Käufer die gekaufte Ware bezieht oder ob er sie vor dem Stichtag weiterverkauft, sei es, weil er eine ernsthafte Spekulation ausführen wollte, sei es, weil er sich von blosser Spielabsicht leiten liess, ist für den Börsenagent, mit dem er das Geschäft abgeschlossen hat, völlig gleichgültig. Dieser geht in allen Fällen genau in der gleichen Weise vor: Er deckt sich durch einen seinem Verkauf entsprechenden Kauf auf den Stichtag ein, und wenn sein Käufer effektive Lieferung der Ware wünscht, so ist es Sache desjenigen, bei welchem sich der Agent eingedeckt hat, bezw. dessen Verkäufer usw., die Lieferung vorzunehmen. Hat der Käufer seinerseits die Ware vor dem Stichtag weiterverkauft, so erfolgt die Abwicklung auf dem Wege der Differenzregulierung, ohne Rücksicht darauf, ob der Käufer und nachherige Verkäufer auf ein ernstgemeintes Geschäft oder blosses Börsenspiel ausgegangen sei.

Unterscheidet sich somit das spielartige Lieferungsgeschäft weder in seiner äussern Form, noch seiner Durchführung, noch seiner Funktion vom ernsthaften BTG, so geht es nicht an, dem Börsenagenten nachträglich in bestimmten Fällen einen Willen zu unterschieben, den er in Wirklichkeit gar nicht hatte; der sog. vertragliche Ausschluss der effektiven Erfüllung erweist sich daher als blosse Fiktion.

Ein absolutes und einfaches Kriterium für den Spielcharakter lässt sich überhaupt nicht aufstellen. Ein und dasselbe Geschäft kann je nach den gesamten Umständen im einen Falle ein ernsthaftes Geschäft darstellen, im andern dagegen blosses Spiel sein. Welche

dieser beiden Möglichkeiten vorliege, ist in jedem einzelnen Falle anhand der gesamten Umstände zu entscheiden. Ergibt sich aus diesen das Vorwiegen des rein aleatorischen Elementes und die für den Börsenagenten leicht erkennbare Absicht des Spekulanten, einen zur Hauptsache auf dem Zufall beruhenden Gewinn aus der Kursdifferenz zu erzielen, so ist ein blosses Spiel anzunehmen. Und zwar nach den von der bisherigen Praxis aufgestellten Indizien. Gegen ein blosses Spiel und für ein ernsthaftes Geschäft sprechen die effektive Lieferung der gehandelten Waren oder Wertpapiere, der Zusammenhang mit einem unstreitig ernsthaften Geschäft und dergleichen.

Im vorliegenden Falle kann an der Absicht blossen Börsenspiels kaum gezweifelt werden. Der Kauf von 50t Zink lässt sich in keinen vernünftigen Zusammenhang bringen mit dem Beruf der St. als Bureauangestellte. Ferner stand das Risiko, das sie mit der Spekulation einging, in keinem Verhältnis zu ihren Mitteln. Allein diese Umstände waren der Klägerin weder bekannt noch auch leicht erkennbar. Denn die Beklagte hat die Klägerin und deren Vertreter in der Korrespondenz im Glauben gelassen, dass sie es mit jemand zu tun hätten, der im BTG bewandert sei. Von der Klägerin unter diesen Umständen verlangen zu wollen, dass sie von sich aus prüfe, ob nicht allenfalls der Auftraggeber in blosser Spielabsicht handle, würde zu weit führen. Die Spieleinrede ist daher mangels Erkennbarkeit der Spielabsicht der Beklagten für die Gegenpartei abzuweisen (Auszug aus BGE 65 II 26ff).

Nunmehr gilt der Grundsatz: ein Differenzgeschäft ist nur dann anzunehmen, wenn aus den Umständen klar hervorgeht, dass die eine Partei blosses Börsenspiel beabsichtige und diese Absicht der andern Partei erkennbar war.

Damit hat sich das Bundesgericht auf den Boden der Wirklichkeit gestellt. Die neue Auslegung entspricht auch dem Sinne des Gesetzes. Zwar lässt sich nicht leugnen, dass von nun an eine Gefährdung des spekulativen Börsenaussengeschäftes eintreten könnte. Aber in Anbetracht der bisher vom Bundesgericht stets geübten Zurückhaltung in der Annahme eines Differenzgeschäftes, dürfte diese Gefahr gebannt sein. Die Art, wie die Motive des letzten Entscheides erwogen sind, wie auch die hierin an den Tag gelegte Haltung scheinen eine Gewähr in der genannten Richtung zu sein. Die Erhebung des Differenzeinwandes ist vom kaufmännischen Standpunkt ehrenrührig. 1)

1) Zur Börs. Ordnung § 20 Zif. 5 (Ausschluss vom Börsenbesuch), Bundesblatt 1898 IV 263. BGE 61 II 118: Das Bundesgericht macht dem sich mit Erfolg auf den Differenzeinwand berufenden Metzger ein wenig schmeichelhaftes Kompliment.